

**Oppstiller reglene om god forretningsskikk i
verdipapirhandelloven minstekrav til produktene?**

Kandidatnummer: 535

Leveringsfrist: 25.11.2008

Til sammen 17 446 ord

26.11.2008

Innholdsfortegnelse

<u>1</u>	<u>INNLEDNING</u>	<u>1</u>
1.1	Tema for oppgaven	1
1.2	Avgrensning	2
1.2.1	Generelt om lovens virkeområde	2
1.2.2	Nærmere om produktene	3
1.2.3	Sondring kvalifiserte motparter, profesjonelle- og ikke-profesjonelle kunder	9
1.3	Struktur og oversikt over innholdet i oppgaven	9
<u>2</u>	<u>OVERSIKT OVER RETTSKILDER</u>	<u>10</u>
2.1	Lovtekst, forskrift, forarbeider	10
2.1.1	Verdipapirhandelloven	10
2.1.2	Forskriften	10
2.1.3	Forarbeider	10
2.2	MiFID, gjennomføringsdirektivet og andre EU-kilder	11
2.2.1	Bakgrunn	11
2.2.2	Lamfalussy-prosessen	12
2.2.3	De ulike nivåene i forbindelse med MiFID	12
2.2.4	EU-kildenes vekt ved tolkning av de norske reglene	13
2.3	Rettspraksis	15
2.4	Litteratur	15
2.5	Reelle hensyn	15
2.6	Forvaltningspraksis	16
2.6.1	Kredittilsynet	16
2.6.2	Bankklagenemnda	18

3 HVLKE KRAV KAN STILLES TIL INVESTERINGSPRODUKTENE 20

3.1 Er det adgang til å stille krav til produktene? 20

- 3.1.1 Innledning 20
- 3.1.2 Innebærer MiFID og Gjennomføringsdirektivet en totalharmonisering? 21
- 3.1.3 Er de norske reglene uttømmende? 21
- 3.1.4 Konklusjon 23

3.2 Hvilken støtte har krav til produktene i loven og forskriften? 24

- 3.2.1 Det generelle kravet til god forretningsskikk 24
- 3.2.2 Kundenes interesser 27
- 3.2.3 Spesielle krav 28
- 3.2.4 Konklusjon 31

3.3 Hvilke krav må stilles? 31

- 3.3.1 Innledning 31
- 3.3.2 Krav om positiv avkastning 32
- 3.3.3 Krav til risikoen i produktet 32
- 3.3.4 Krav til kostnader 33
- 3.3.5 Krav til likviditet 34
- 3.3.6 Konklusjon 34

3.4 Særlig om Kredittilsynets praksis 35

- 3.4.1 Det rettslige grunnlaget for vedtakene 35
- 3.4.2 Verdipapirforetaket skal tilby det beste av sammenlignbare produkter 36
- 3.4.3 Kostnadsstrukturen i produktet kan ikke redusere avkastningspotensialet vesentlig 38
- 3.4.4 Andelen av innbetalt beløp som tilfaller verdipapirforetaket må stå i rimelig forhold til den merverdi verdipapirforetaket tilfører 39
- 3.4.5 Konklusjon 40

4 KONKRETISERING AV KRAVENE 41

4.1 Innledning 41

4.2 Innholdet i kravet til produktenes forventet avkastning og risiko 42

- 4.2.1 Innledning 42
- 4.2.2 Nedre grense for forventet avkastning 43

4.2.3	Er kravet absolutt?	44
4.2.4	Må det stilles strengere krav?	45
4.2.5	Bevissspørsmål	45
4.2.6	Konklusjon	46
4.3	Innholdet i krav til kostnadene	46
4.3.1	Innledning	46
4.3.2	Hvilke kostnader omfattes?	47
4.3.3	Når er kostnadene for høye?	48
4.3.4	Hva er tillatt nivå?	49
4.3.5	Hvor går grensen?	50
4.3.6	Konklusjon	51
4.3.7	Eksempel: Global Eiendom Utbetaling 2008 AS	51
4.4	Innholdet i kravet til likviditet	53
4.4.1	Innledning	53
4.4.2	Er kravet absolutt?	53
4.4.3	For høye engangskostnader	54
4.4.4	Fornebu Boligspær AS	54
4.4.5	Konklusjon	55
4.5	Særlig om sammensatte spareprodukter	55
4.5.1	Må enkeltkomponentene i produktet vurderes særskilt?	56
4.5.2	Innskudds- eller obligasjonsdelen	57
4.5.3	Derivatdelen	57
4.5.4	Lånefinansiering	58
4.5.5	Konklusjon	59
4.5.6	Praktisk eksempel: DnB AIO Sektor 2000/2006	60
<u>5</u>	<u>OPPSUMMERING</u>	<u>65</u>
<u>6</u>	<u>LITTERATURLISTE</u>	<u>66</u>
6.1	Lovtekst	66
6.2	Forarbeider	66

6.3	EU-kildene	66
6.4	Litteratur	67
6.4.1	Bøker	67
6.4.2	Artikler	67
6.4.3	Brev	67
6.5	Forvaltningspraksis	67
6.5.1	Kredittilsynet	67
6.5.2	Bankklagenemnda	68
6.6	Andre kilder	68
6.7	Prospekter	68

1 Innledning

Lov om verdipapirhandel (heretter verdipapirhandelloven eller vphl.) ble vedtatt 29. juni 2007. Loven gjennomfører EUs direktiv 2004/39/EF om markeder for finansielle instrumenter (heretter MiFID), som igjen er et ledd i gjennomføringen av EUs handlingsplan for å skape et reelt indre marked for finansielle tjenester ("Financial Services Action Plan") som ble publisert i 1999¹.

Parallelt med EUs arbeid for å skape et integrert finansmarked, har det i de enkelte land vært en sterk økning i salg av investeringsprodukter og spareprodukter til private. Behovet for økt beskyttelse av investorene var derfor det andre viktige hensynet bak vedtakelsen av MiFID.

1.1 Tema for oppgaven

Som et ledd i å ivareta investorenes interesser har verdipapirhandelloven bestemmelser i kapittel 10 som regulerer verdipapirforetakenes virksomhet. Ifølge § 10-11 gjelder det et krav til god forretningsskikk for verdipapirforetak som utøver konsesjonsbelagt virksomhet ved å yte investeringstjenester. Foruten den generelle henvisningen til god forretningsskikk oppstilles en rekke enkeltregler om verdipapirforetakets opptreden.

Målet med denne oppgaven er å undersøke om det med bakgrunn i reglene om god forretningsskikk i § 10-11 også må stilles visse minstekrav til *produktene* verdipapirforetakene formidler. Deretter vil jeg forsøke å konkretisere eventuelle krav ved å oppstille objektive grenser for hva som kan anses å være i henhold til reglene om god

¹ Jf. Ot.prp. nr. 12 (2004-2005), s. 8.

forretningsskikk. På grunn av oppgavens begrensede omfang tar jeg ikke for meg virkningene av overtredelse av reglene.

Bakgrunnen for å undersøke om reglene også stiller krav til produktene, er blant annet det store fokuset spareprodukter har hatt i media den siste tiden. Videre vil eventuelle krav til produktene være generelle og enkle å håndheve, i motsetning til kravene til verdipapirforetakets opptreden og krav om at kunden må ha forstått risikoen, som må avgjøres konkret. Endelig har Kredittilsynet i sin praksis etter ikrafttredelse av de nye reglene, rettet oppmerksomheten mot produktene, noe som også gjør temaet relevant og aktuelt.

1.2 Avgrensning

1.2.1 Generelt om lovens virkeområde

Verdipapirhandelloven skal legge til rette for sikker, ordnet og effektiv handel i finansielle instrumenter, jf. § 1-1. Loven regulerer en rekke sider ved handel i finansielle instrumenter, herunder regler om beskyttelse av investorer i kapittel 10.

Veldig grovt kan man si at reglene om investorbeskyttelse gjelder verdipapirforetak som yter investeringstjenester på forretningsmessig basis i forbindelse med finansielle instrumenter.

Verdipapirforetak

Med verdipapirforetak menes et foretak som yter investeringstjenester på forretningsmessig basis, jf. § 2-3. Slik virksomhet krever tillatelse fra departementet, jf. § 9-1, og brudd på reglene om investorbeskyttelse kan føre til tilbakekall av tillatelsen, jf. § 9-4. Enkelte unntak fra kravene om tillatelse følger av § 9-2.

Banker og kredittinstitusjoner som har tillatelse til å yte investeringstjenester i medhold av konsesjon etter forretningsbankloven, sparebankloven eller finansieringsvirksomhetsloven,

er som utgangspunkt også underlagt reglene i verdipapirhandelloven. Det åpnes riktignok for unntak i vphl. § 1-4, men det følger av forarbeidene at reglene om investorbeskyttelse gjelder fullt ut².

Investerings tjenester

Investerings tjenester omfatter blant annet formidling av finansielle instrumenter til kunder, omsetning av finansielle instrumenter for egen regning, investeringsrådgivning, aktiv forvaltning og drift av multilateral handelsfasilitet jf. § 2-1.

I forbindelse med denne oppgaven vil særlig formidling av finansielle instrumenter og investeringsrådgivning være viktige tjenester. Det jeg kaller formidling omfatter mottak og formidling av ordre på vegne av kunde i forbindelse med finansielle instrumenter, jf. vphl. § 2-1 (1) nr. 1 og utførelse av ordre på vegne av kunde, jf. § 2-1 (1) nr. 2. Med investeringsrådgivning menes personlig anbefaling til en kunde, på kundens eller foretakets initiativ, om en eller flere transaksjoner i forbindelse med bestemte finansielle instrumenter.

Finansielle instrumenter

Finansielle instrumenter er definert i § 2-2 og omfatter ifølge bestemmelsens første ledd omsettelige verdipapirer, verdipapirfondsandeler, pengemarkedsinstrumenter og derivater. En nærmere presisjon av hva som omfattes følger i neste punkt. Kort oppsummert kan man si at de aller fleste produkter som vanligvis formidles av verdipapirforetak er omfattet.

1.2.2 Nærmere om produktene

Siden målet med oppgaven er å finne ut om det med hjemmel i vphl. § 10-11 må stilles krav til investeringsproduktene et verdipapirforetak formidler, følger her en oversikt over noen av produktene som omfattes og en nærmere beskrivelse av deres karakteristika.

² Jf. Ot.prp. nr. 34 (2006-2007), s. 54.

Aksjer

Aksjer er kanskje det vanligste produktet som omfattes av definisjonen av finansielle instrumenter. Handel med aksjer på Oslo Børs krever børsmedlemskap³, og derfor formidles aksjer vanligvis gjennom verdipapirforetak. På denne måten gis allmennheten tilgang til børsmarkedet. Formidling av aksjer notert på børsen vil neppe i seg selv komme i strid med reglene om god forretningsskikk, og følgelig vil denne oppgaven i liten grad dreie seg om børsnoterte aksjer. Formidling av ikke-noterte aksjer vil derimot kunne stille seg annerledes som jeg kommer tilbake til nedenfor.

Obligasjoner⁴

Obligasjoner er omsettelige rentebærende verdipapirer som omfattes av definisjonen i vphl. § 2-2. Ved kjøp av en obligasjon låner man i praksis penger til utsteder. Obligasjonen er definert av hovedstol, kupongrente og sluttdato (forfallstidspunkt). Hovedstolen er for eksempel 100. Kupongrente er det utsteder skal betale innehaveren i hver periode (som oftest hvert år). Sluttdato er tidspunktet der hovedstolen forfaller og lånet skal innfris i sin helhet til innehaver av obligasjonen. Mellom utstedelse og forfall kan imidlertid en obligasjon være gjenstand for omfattende handel. Markedsprisen reflekterer markedsrenten og risikoen for at utsteder av obligasjonen ikke innfrir lånet ved forfall.

Hvis man antar at utsteder er en sikker betaler (for eksempel Staten) vil prisen i hovedsak reflektere markedsrenten. Er prisen over 100 (hovedstolen) innebærer dette at markedet er villig til å betale en premie for å låne ut penger til kupongrenten⁵. Til sammen gir dette en effektiv rente som ligger under kupongrenten. Motsatt vil en pris under 100 gi en høyere rente enn kupongrenten.

³ Jf. <http://www.oslobors.no/ob/intro> og "Membership at Oslo Børs – conditions and procedures", punkt 1.

⁴ Kilde: Wikipedia og nordea.no

⁵ Ved forfall får man tilbake hovedstolen uavhengig av hva man har betalt for obligasjonen.

Verdipapirfond og fondsliknende selskaper

I henhold til definisjonen i vphl. § 2-2 regnes verdipapirfondsandeler som finansielle instrumenter. Forvaltningen av verdipapirfond reguleres i lov om verdipapirfond av 12. juni 1981. Det stilles strenge krav til forvaltningsselskapets virksomhet og soliditet. Disse reglene kommer imidlertid ikke til anvendelse på verdipapirforetak som bare formidler fondsandelene. For disse er det verdipapirhandellovens regler som gjelder.

En del investeringsfond organiseres imidlertid som aksjeselskaper⁶. Kjøp av aksjer i et slikt selskap har da likhetstrekk med investering i et verdipapirfond, med den forskjell at verdipapirfondslovens regler ikke kommer til anvendelse. Der investeringsobjektene ikke er verdipapirer, vil det være naturlig å organisere fondet som et aksjeselskap. Slike selskaper er for eksempel mye brukt innen eiendomsinvesteringer og shipping for å gi små investorer anledning til å investere i aktiva som ellers er forbeholdt investorer med betydelige midler. Der selskapet bare investerer i verdipapirer kan man imidlertid anta at ønsket om ikke å bli omfattet av forvaltningsreglene i verdipapirfondloven er en viktig bakgrunn for valg av organisering. Reglene om god forretningsskikk kommer imidlertid uansett til anvendelse på verdipapirforetak som formidler aksjer i slike investeringsselskaper⁷.

Derivater

Derivater omfatter blant annet opsjoner, terminer, bytteavtaler og lignende jf. § 2-2 (5), nr.1. Felles for derivater er at de gir eller kan gi en utbetaling relatert til utviklingen i et annet underliggende finansielt instrument, for eksempel aksjer. Med den nye verdipapirhandelloven ble definisjonen av hvilke derivater som omfattes betydelig utvidet,

⁶ Andre selskapsstrukturer forekommer også. Samlet kalles ofte slike investeringsselskaper ”Private Equity-selskaper”, jf. Kredittilsynets rundskriv 23/2007.

⁷ Et annet spørsmål er imidlertid om rådgivere til slike investeringsselskaper yter investeringsrådgivning jf. vphl. § 2-1. Ifølge Kredittilsynets rundskriv 23/2007 må dette vurderes konkret der rådgivning knyttet til bedriftsoppkjøp faller utenfor, mens rådgivning knyttet til investeringer med et rent finansielt formål må regnes som investeringsrådgivning, jf. § 2-1.

slik at omtrent alle avledede kontrakter med oppgjør som relaterer seg til andre finansielle instrumenter, er omfattet, jf. § 2-2 (5), nr.1. Videre vil også andre instrumenter med samme karakteristika som avledede finansielle instrumenter være omfattet av loven, jf. § 2-2 (5), nr. 5. Til slutt er definisjonen av de underliggende instrumentene også utvidet, slik at for eksempel alle typer finansielle indekser er omfattet.

Et eksempel på et derivat er en kjøpsopsjon⁸. En kjøpsopsjon er en rett, men ikke plikt for innehaver av opsjonen til å kjøpe et bestemt finansielt instrument (underliggende) til en forutbestemt pris (kontraktspris) innen et forutbestemt tidspunkt (forfallsdatoen). Hvorvidt innehaver ønsker å utøve opsjonen vil være avhengig av om markedsprisen på underliggende ligger over eller under kontraktsprisen på tidspunktet for avgjørelsen.

Dersom opsjonen er finansiell, vil innehaver ved utøvelsen av opsjonen få utbetalt differansen mellom markedspris og kontraktspris direkte dersom denne er positiv, i stedet for å gå veien om å kjøpe underliggende og deretter selge den til markedet. Siden en kjøpsopsjon har en verdi som er positiv eller 0 for innehaver, må innehaver ved erverv av opsjonen betale en premie til utsteder av opsjonen. Premien reflekterer sjansen for at opsjonen vil ha en positiv verdi ved utøvelsestidspunktet.

Mens opsjoner er en rett, men ikke plikt til å kjøpe underliggende, er en termin både rett og plikt for kjøper av terminen til å kjøpe underliggende til en forutbestemt pris på forfallstidspunktet. Tilsvarende har selger av terminen rett og plikt til å selge underliggende ved forfall. En termin kan både ha positiv og negativ verdi ved forfallstidspunktet, og det er dermed ingen premie forbundet med avtalen. Den forventede verdien av underliggende på forfallstidspunktet, reflekteres imidlertid i kontraktsprisen⁹.

⁸ Kalles også "call-opsjon", etter den engelske betegnelsen.

⁹ I vanlige terminkontrakter i finansmarkedene er forwards og futures. Hovedforskjellen mellom disse er oppgjørsformen. Jeg går ikke nærmere inn på dette.

Sammensatte produkter

Sammensatte produkter består vanligvis av en innskuddsdel eller en obligasjonsdel og en derivatdel, jf. forskrift nr. 1317 av 25. september 2006 om opplysningsplikt ved kjøp av sammensatte produkter § 2 a). Innskuddet skal sikre en minimumsutbetaling når produktets levetid er ute, mens derivatdelen skal gi muligheter for en positiv avkastning. Når det gjelder enkeltproduktenes nærmere karakteristika viser jeg til avsnittene om obligasjoner og derivater over.

Det kan imidlertid stilles spørsmål om sammensatte produkter er finansielle instrumenter, og dermed om reglene om god forretningsskikk kommer til anvendelse. Før vedtakelsen av den nye verdipapirhandelloven tok Kredittilsynet til orde for at produktene må splittes opp i enkeltkomponenter som må vurderes selvstendig i henhold til verdipapirhandelloven¹⁰. På den bakgrunn konkluderte man med at produktene på grunn av derivatdelen måtte regnes som finansielle instrumenter. Finansnæringens Hovedorganisasjon (FNH) var ikke enig i denne tolkningen¹¹. Det kan imidlertid se ut til at uenigheten ikke gikk på om produktene var å anse som finansielle instrumenter, men om produktene skulle splittes opp i enkeltkomponenter ved anvendelsen av loven. Jeg kommer tilbake til dette i kapittel 4.

Når det gjelder hvorvidt loven i det hele tatt kommer til anvendelse på sammensatte produkter, har eventuell tvil nå blitt ryddet av veien. Et sammensatt produkt er som nevnt vanligvis satt sammen av en obligasjon og et derivat eller av et innskudd og et derivat. I det første tilfellet vil begge elementene være omfattet av definisjonen av finansielle instrumenter i vphl. § 2-2, og følgelig må det sammensatte produktet også være et finansielt instrument.

I det andre tilfellet er innskuddet antageligvis ikke isolert sett et finansielt instrument da det ikke er et omsettelig verdipapir, jf. § 2-2 (1), nr.1. Innskudd kan imidlertid bare tas imot av banker, jf. sparebankloven § 1 og forretningsbankloven § 1, og finansinstitusjoner som har

¹⁰ Jf. blant annet brev av 25. september 2006 fra Kredittilsynet til aktørene i bransjen.

¹¹ Jf. brev til Kredittilsynet av 8. mai 2002.

konsesjon som kredittforetak, jf. finansieringsvirksomhetsloven § 1-5 nr.1 jf. § 3-3 (1). For disse gjelder forskrift om opplysningsplikt ved salg av sammensatte produkter (heretter forskrift om sammensatte produkter), og etter en endring 12. februar 2008 gjelder ifølge § 1 (4) verdipapirhandellovens kapittel 10 tilsvarende for finansinstitusjoners salg av og rådgivning med hensyn til sammensatte produkter.

Forskrift om sammensatte produkter er gitt med hjemmel i finansieringsvirksomhetsloven § 2-11, og den gjelder derfor ikke for verdipapirforetak. Tilbake står derfor tilfellet der et verdipapirforetak *formidler* et innskuddsbasert, sammensatt spareprodukt som er utstedt av en finansinstitusjon. I den grad man konkluderer med at et slikt produkt ikke er et finansielt instrument vil det kunne anføres at vphl. § 10-11 ikke skal komme til anvendelse i et slikt tilfelle. Reelle hensyn taler imidlertid for at de samme reglene skal gjelde for utsteder og formidler. Ifølge Kredittilsynet oppfattes ikke sammensatte spareprodukter som forskjellige fra andre finansielle instrumenter¹², og ulik regulering ville dermed være uheldig.

Konklusjonen er slik jeg ser det, at sammensatte produkter omfattes av reglene i vphl. § 10-11 enten ved at loven får direkte anvendelse, eller at reglene er gitt tilsvarende anvendelse gjennom forskriften. I den grad det likevel skulle være tvil om alle tilfeller er omfattet, må reglene få analogisk anvendelse på verdipapirforetak som formidler innskuddsbaserte spareprodukter.

Produkter som faller utenfor

Utenfor definisjonen i § 2-2 faller spotkontrakter i rentemarkedet eller i råvaremarkeder, da disse ikke er omsettelige verdipapirer. Videre regnes heller ikke andel i KS eller ANS som finansielle instrumenter, men Kredittilsynet legger til grunn at kravene til investorbeskyttelse også gjelder ved formidling av slike andeler selv om de ikke er definert som finansielle instrumenter¹³.

¹² Jf. Kredittilsynets rundskriv 4/2008.

¹³ Jf. Ot.prp. nr. 34 (2006-2007), s. 46, jf. Kredittilsynets høringsuttalelse.

1.2.3 Sondring kvalifiserte motparter, profesjonelle- og ikke-profesjonelle kunder

Ifølge verdipapirforskriften § 10-1 skal verdipapirforetakene klassifisere sine kunder som henholdsvis ikke-profesjonelle kunder, profesjonelle kunder og kvalifiserte motparter.

Ifølge § 10-7 får enkelte av bestemmelsene ikke anvendelse overfor profesjonelle kunder og kvalifiserte motparter.

I det følgende vil jeg betrakte verdipapirforetak eller finansinstitusjon som utøver konsesjonsbelagt virksomhet ved å yte investeringstjenester i forbindelse med finansielle instrumenter til ikke-profesjonelle kunder. Jeg legger altså til grunn at reglene i vphl. § 10-11 og vpf. kap. 10 kommer til anvendelse i sin helhet.

1.3 Struktur og oversikt over innholdet i oppgaven

Oppgaven er delt inn i fem kapitler, der hvert av kapitlene har ulike avsnitt som igjen inneholder ulike punkter. Kapittel 1 inneholder således oversikt over tema for oppgaven og avgrensning. I kapittel 2 vil jeg redegjøre for rettskildene. I kapittel 3 foretar jeg en drøftelse av hvorvidt det kan stilles krav til produktene et verdipapirforetak formidler, og hvilket grunnlag slike krav har i loven og andre kilder. I kapittel 4 ser jeg på anvendelsen av produktkravene og konkretiserer disse. I kapittel 5 følger en oppsummering.

2 Oversikt over rettskilder

2.1 Lovtekst, forskrift, forarbeider

2.1.1 Verdipapirhandelloven

Lov om verdipapirhandel 29. juni 2007 nr. 75 gjennomfører MiFID i norsk rett. Loven avløser lov om verdipapirhandel 19. juni 1997 nr. 79, som gjennomførte det såkalte ISD-direktivet. Den nye lovens § 10-11 om god forretningsskikk er som følge av bestemmelsene i MiFID vesentlig endret sammenliknet med den tilsvarende bestemmelsen i den gamle loven. For de deler av bestemmelsen som er videreført, vil imidlertid rettskilder om tolkningen av den gamle paragrafen fortsatt kunne være relevante.

2.1.2 Forskriften

Finansdepartementet fastsatte 29. juni 2007 ny forskrift til verdipapirhandelloven (heretter verdipapirforskriften eller vpf.). Forskriften har i kapittel 10 en rekke regler om investorbeskyttelse, som utdyper kravet til god forretningsskikk i vphl. § 10-11. Forskriften gjennomfører direktiv 2006/73/EF ("Gjennomføringsdirektivet") i norsk rett (se under).

2.1.3 Forarbeider

Lovens viktigste forarbeider er NOU 2006:3 "Om markeder for finansielle instrumenter" som er den andre innstillingen fra verdipapirlovutvalget og Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) "Om lov om verdipapirhandel og lov om regulerte markeder".

I tillegg er forarbeidene til verdipapirforskriften i form av høringsnotat og utkast til forskrift som ble utarbeidet av en arbeidsgruppe bestående av Kredittilsynet, Oslo Børs, FNH, Norges Fondsmeglerforbund og Finansdepartementet, publisert på Finansdepartementets Internettssider. Hvilken relativ rettskildemessig vekt forarbeider til forskriften skal ha, er noe usikkert.

Et argument for å legge vekt på forarbeider til lover er at de gir uttrykk for lovgiverviljen, og at man av demokratihensyn bør respektere denne¹⁴. Dette hensynet gjør seg ikke gjeldende på samme måte for forarbeidene til en forskrift. Det er imidlertid flere argumenter for å legge vekt på forarbeider generelt. De som har utarbeidet dem er ofte sakkyndige med særlig innsikt, og en tolkning i samsvar med forarbeidene vil kunne gi mer ensartede resultater blant dem som anvender reglene¹⁵. Disse argumentene gjør seg gjeldende også for forarbeider til forskrifter.

Så lenge forarbeidene til verdipapirforskriften ikke direkte strider mot forskriftens ordlyd, vil det slik jeg ser det, ikke være problematisk å legge vekt på disse, i den grad de er egnet til å gjøre innholdet i forskriften klarere.

2.2 MiFID, gjennomføringsdirektivet og andre EU-kilder

2.2.1 Bakgrunn

Verdipapirhandellovens regler om investorbeskyttelse har sin bakgrunn i EUs direktiv 2004/39/EF om markeder for finansielle instrumenter, det såkalte MiFID ("Markets in Financial Instruments Directive"). MiFID er igjen et ledd i gjennomføringen av en handlingsplan for integrering av de europeiske finansmarkeder ("Financial Services Action Plan") som ble vedtatt i 1999¹⁶. Målet med MiFID er å harmonisere regulatoriske bestemmelser for investeringstjenester i de 30 EØS-landene for å bedre konkurransevilkårene på tvers av landegrensene og å gi økt beskyttelse for investorene i markeder med stadig mer komplekse tjenester og produkter¹⁷.

¹⁴ Jf. Eckhoff (2001), s. 71 flg.

¹⁵ Jf. Eckhoff (2001), s. 71 flg.

¹⁶ Jf. Ot.prp. nr. 12 (2004-2005), s. 8.

¹⁷ Jf. MiFID, fortalens punkt (2).

2.2.2 Lamfalussy-prosessen¹⁸

I utgangspunktet skal regelverk som utarbeides av EU vedtas av Europaparlamentet og Europarådet, uansett detaljeringsgrad. På verdipapirområdet vedtok man i 2001 å benytte en ny regelverksprosess (Lamfalussy-prosessen) for å gjøre vedtakelsen av nye regler hurtigere. Prosessen består av fire nivåer:

- **Nivå 1:** Rammedirektiv med hovedregler og prinsipper vedtas av Europaparlamentet og Rådet.
- **Nivå 2:** Detaljregler utarbeides av EU-kommisjonen og en særskilt regelverkskomité (European Securities Committee – ESC) etter innspill fra en komité bestående av medlemslandenes tilsynsmyndigheter (Committee of European Securities Regulators – CESR).
- **Nivå 3:** CESR utarbeider standarder og retningslinjer på områder som ikke er regulert i lovgivningen.
- **Nivå 4:** EU-kommisjonen (og ESA) fører kontroll med gjennomføring og håndhevelse av regelverket. Brudd på gjennomføringsforpliktelsene forfølges på vanlig måte gjennom EF-domstolen (og EFTA-domstolen).

2.2.3 De ulike nivåene i forbindelse med MiFID

MiFID er rammedirektivet og representerer Nivå 1 i Lamfalussy-prosessen. Hovedreglene om god forretningsskikk følger av art. 19. Verdipapirhandelloven gjennomfører bl.a. disse bestemmelsene, og følgelig er direktivet relevant ved tolkningen av loven¹⁹. Jeg kommer tilbake til hvilken vekt direktivet bør ha, nedenfor.

EU-kommisjonen har vedtatt utfyllende regler til MiFID i direktiv 2006/73/EF (Gjennomføringsdirektivet) og forordning nr. 1287/2006 (Gjennomføringsforordningen). Disse representerer Nivå 2 i prosessen. Reglene om god forretningsskikk er regulert i Gjennomføringsdirektivets art. 26-49, og det er derfor bare direktivet som er av interesse

¹⁸ Jf. Ot.prp. nr.12 (2004-2004), punkt 2.1.3.

¹⁹ Jf. prinsippet om direktivkonform fortolkning, jf. EØS art. 3, jf. Rt. 2000 s. 1811 (på side 1827).

for denne oppgaven. Reglene i Gjennomføringsdirektivet er i stor grad gjennomført i Verdipapirforskriften. Gjennomføringsdirektivet er følgelig relevant for tolkningen av forskriftsbestemmelsene, på samme måte som MiFID er relevant for tolkningen av verdipapirhandelloven.

CESR har som Nivå 3 i regelverksprosessen gitt ut et ”spørsmål og svar”-dokument (heretter Q&A)²⁰ som besvarer en rekke spørsmål rundt hvordan de ulike bestemmelsene i MiFID og i Gjennomføringsdirektivet skal forstås. Disse uttalelsene er ikke bindende, men de kan være relevante der det er tvil om hvordan en direktivsbestemmelse skal anvendes.

Videre har CESR også gitt ut en anbefaling vedrørende tolkningen av Gjennomføringsdirektivet art. 26 jf. MiFID art. 19 (1)²¹. Denne anbefalingen er i likhet med Q&A’et ikke bindende for medlemslandene, men Kommisjonen har sluttet seg til anbefalingen, og den kan dermed gi en indikasjon på hvordan reglene vil anvendes på Nivå 4.

Nivå 4 i Lamfalussy-prosessen er håndhevelsen av regelverket. Så vidt meg bekjent foreligger ikke avgjørelser om MiFID, verken fra EU-kommisjonen (ESA) eller EF-domstolen (EFTA-domstolen).

2.2.4 EU-kildenes vekt ved tolkning av de norske reglene

Når man i Norge vedtar en lov som søker å gjennomføre et EU-direktiv, vil direktivet som nevnt være en relevant rettskildefaktor ved tolkningen av de norske reglene. Hvilken vekt direktivet skal ha i forhold til de norske gjennomføringsbestemmelsene, vil imidlertid kunne variere avhengig av hvilket direktiv det er snakk om. Dersom direktivet tar sikte på en totalharmonisering av regelverket i medlemslandene, må direktivet tillegges betydelig vekt. Dersom den norske gjennomføringsbestemmelsen strider med direktivet, følger det

²⁰ Your questions on MiFID

²¹ Jf. CESR/07-228b.

både av prinsippet om direktivkonform tolkning og av presumsjonsprinsippet at den norske regelen så vidt mulig skal tolkes i samsvar med EØS-forpliktelsen²². Er det direkte motstrid må imidlertid den norske regelen gå foran.

Er direktivet derimot et minimumsdirektiv, må det avgjøres konkret hvorvidt de norske reglene bare gjennomfører direktivets løsning, eller om de er ment å gå lenger. I dette tilfellet vil rekkevidden av de norske reglene måtte avgjøres på bakgrunn av lovteksten, forarbeid osv., og direktivet vil først og fremst bli tillagt vekt i den grad reglene ikke oppfyller direktivets minimumskrav. Dersom minimumskravet ikke oppfylles, gjelder imidlertid tolkningsprinsippene som er beskrevet over, tilsvarende.

MiFID og de andre nivåene i prosessen tar som nevnt sikte på å harmonisere reglene for investeringstjenester i medlemslandene²³. MiFIDs regler om god forretningsskikk er ikke i seg selv å anse som uttømmende²⁴, siden en rekke bestemmelser er gitt i

Gjennomføringsdirektivet. Det kan imidlertid stilles spørsmål om ikke reglene i art. 19 sammen med den detaljerte reguleringen i Gjennomføringsdirektivet er ment å utgjøre en totalharmonisering av hvilke plikter som hviler på verdipapirforetaket²⁵. Jeg kommer tilbake til dette i neste kapittel, da dette kan ha betydning for om man ut i fra lovens regler kan utlede krav til produktene. Når det gjelder vekten av EU-kildene, trekker uansett målet om harmonisering, like konkurransebetingelser i de ulike landene og den høye detaljeringsgraden klart i retning av å tillegge MiFID og Gjennomføringsdirektivet stor vekt, i den grad de norske reglene gir en annen løsning.

²² Jf. Rt. 2000 s. 1811 (på side 1826).

²³ Jf. også fortalens punkt (1) og (2).

²⁴ Jf. Ot.prp. nr. 34 (2006-2007), s. 104 og ordlyden "in particular" i art. 19(1).

²⁵ Forutsetningen i Gjennomføringsdirektivet art. 4 trekker i denne retningen.

2.3 Rettspraksis

Det er ca. et år siden verdipapirhandellogen av 2007 trådte i kraft, og det foreligger ikke mye praksis vedrørende den nye loven. I den grad den nye loven viderefører reglene fra den gamle loven vil praksis om de gamle bestemmelsene fortsatt kunne være relevant. Jeg har imidlertid ikke funnet rettspraksis som tar stilling til realiteten i investeringsproduktene eller om det kan innfortolkes krav til disse i reglene om god forretningsskikk. Rettspraksis vil i det følgende derfor bare bli benyttet der denne belyser andre relevante rettslige problemstillinger for oppgavens tema.

2.4 Litteratur

Det foreligger ingen bøker om den nye verdipapirhandellogen. I den grad bestemmelsen om god forretningsskikk er videreført fra den gamle loven, vil litteratur som omhandler den gamle lovens bestemmelser kunne være et relevant rettskildefaktor. I denne oppgaven har jeg først og fremst benyttet: ”Verdipapirhandellogen. Kommentarutgave” av Tor Bechmann m.fl.

Videre er det skrevet en rekke artikler om de økonomiske sidene rundt investeringsprodukter. Jeg har særlig benyttet en artikkelserie der Steen Koekebakker og Valeri Zakamouline retter kritikk mot to DnB-produkter²⁶, og der DnB NOR svarer.

Jeg har også benyttet noe annen juridisk og økonomisk litteratur der det har vært behov for det.

2.5 Reelle hensyn

Reelle hensyn er en viktig rettskildefaktor i norsk rett²⁷ og vil også være viktig ved vurderingen av kravene til god forretningsskikk. Den generelle henvisningen til god

²⁶ Produktene ble utstedt før DnB fusjonerte med Gjensidige NOR, og jeg omtaler disse derfor som DnB-produkter.

²⁷ Jf. Eckhoff (2001), s. 23 og 378 flg.

forretningsskikk og kundenes interesser i vphl. § 10-11 taler også for at man bør kunne legge vekt på hensynet til resultatets godhet.

2.6 Forvaltningspraksis

2.6.1 Kredittilsynet

Tilsynsmyndighet

Reglene om tilsyn med verdipapirforetakene følger av vphl. kap. 15. Finansdepartementet har det overordnede tilsynet med handelen i finansielle instrumenter, jf. vphl. § 15-1 (1). Tilsynet med verdipapirforetakenes virksomhet og overholdelse av verdipapirhandelloven føres imidlertid i praksis av Kredittilsynet, jf. § 15-1 (2). Kredittilsynet har altså rett og plikt til å kontrollere at verdipapirforetakene overholder lovens bestemmelser, og foretakene har utstrakt opplysningsplikt overfor tilsynet, jf. § 15-2.

Videre har Kredittilsynet kompetanse til å endre eller tilbakekalle tillatelse til å yte investeringstjenester dersom verdipapirforetaket foretar alvorlige eller systematiske overtredelser av bestemmelser i loven eller forskriften, jf. § 9-4 (1) nr. 4.

Kompetansen til å føre tilsyn med foretakene lå også tidligere hos Kredittilsynet og er således som utgangspunkt ikke endret med den nye loven. En viktig endring i den nye loven er imidlertid at investeringsrådgivning har blitt en konsesjonspliktig investeringstjeneste, jf. vphl. § 2-1²⁸. Dette innebærer at Kredittilsynet skal føre tilsyn med en mye større del av foretakenes virksomhet enn det som var tilfelle etter den gamle loven.

Siden lovens ikrafttredelse har Kredittilsynet foretatt stedlige tilsyn hos en rekke verdipapirforetak. Resultatet av denne kontrollvirksomheten er at tre foretak så langt har fått konsesjonen tilbakekalt. Disse er Glitnir Privatøkonomi AS, Caveo ASA og Totalvekst ASA. Vedtakene mot de to siste foretakene er ikke endelige da de ble gitt oppsettende

²⁸ Jf. Ot.prp. nr. 34 (2006-2007), s. 12.

virkning inntil klagesakene har blitt avgjort. Alle tre vedtakene er imidlertid gjort tilgjengelig på Kredittilsynets hjemmesider og vil dermed kunne være en relevant rettskildefaktor for forståelsen av lovens regler om god forretningsskikk, da det særlig er brudd på disse reglene som er bakgrunnen for tilbakekall av tillatelsene.

I tillegg til vedtakene har Kredittilsynet avgitt tolkningsuttalelser vedrørende forståelsen av reglene²⁹.

Rettskildemessig vekt

Kredittilsynet er et forvaltningsorgan og vedtakene som treffes er forvaltningspraksis. Det er ikke tvilsomt at forvaltningspraksis er en relevant rettskildefaktor³⁰. Spørsmålet er heller hvilken relativ vekt forvaltningspraksis skal ha. Det faller utenfor denne oppgaven å besvare dette spørsmålet generelt. Det interessante i denne sammenhengen er hvilken relativ vekt Kredittilsynets avgjørelser og uttalelser bør ha ved tolkningen av verdipapirhandellovens regler om god forretningsskikk, jf. vphl. § 10-11.

Eckhoff peker på enkelte særtrekk ved forvaltningspraksis som kan tale for at man bør være forsiktig med å tillegge praksisen stor vekt. Forvaltningsvedtak er sjelden offentlig tilgjengelige, avgjørelsene er på grunn av stor saksmengde ofte rutinepregede og standardiserte, begrunnelsene er mindre utførlige enn ved en domstol og saksbehandlerne er ofte ikke-jurister³¹.

Ingen av disse karakteristikkenes passer godt for de tre vedtakene om tilbakekall av konsesjon. Snarere tvert imot er vedtakene lagt ut på Kredittilsynets nettsider; de er utførlig begrunnet; de er konkrete; og saksbehandlerne har stor kompetanse på området.

²⁹ Jf. for eksempel konkretiseringen av enkelte sider av kravet til god forretningsskikk på <http://www.kredittilsynet.no/wbch3.exe?ce=18807>.

³⁰ Forvaltningspraksis går inn under kategorien *Andre myndigheters praksis*, jf. Eckhoff (2001), s. 23.

³¹ Jf. Eckhoff (2001), s. 225 flg.

Videre oppstilles det i de to siste vedtakene klare normer for hvordan Kredittilsynet mener reglene om god forretningsskikk skal forstås. Siden vedtakene er offentlig tilgjengelige gis det på denne måten et klart signal til bransjen om hvordan reglene vil bli håndhevet. Dette taler for å legge vekt på vedtakene utover de konkrete sakene.

Til slutt er Kredittilsynet representert i CESR og er dermed med på utarbeidelsen av retningslinjer på nivå 3. Dette er også med på å gi praksisen og uttalelsene fra Kredittilsynet ytterligere autoritet.

I denne oppgaven vil vedtakene være av stor interesse fordi Kredittilsynet i sin tolkning stiller klare krav til produktene. På den andre siden vil Kredittilsynets vedtak kunne bli gjenstand for klage og rettslig prøving. Dermed kan ikke rettsoppfatningen Kredittilsynet legger til grunn uten videre regnes som gjeldende rett.

2.6.2 Bankklagenemnda

Bankklagenemnda, forbrukernes klageorgan i bank-, finans- og verdipapirfondsaker, er et tvisteløsningsorgan etablert av Finansnæringens Hovedorganisasjon, Sparebankforeningen, Finansieringsselskapenes Forening, Verdipapirfondenes Forening, og Forbrukerrådet, jf. Hovedavtale for Bankklagenemnda § 1-1.

Bankklagenemnda behandler som utgangspunkt tvister mellom forbrukere og finansinstitusjoner, men siden i sommer er det også åpnet for klager på verdipapirforetak som er tilsluttet FNH³². I tillegg har Bankklagenemnda flere ganger tatt stilling til klager på finansiell rådgivning, som nå er en konsesjonsbelagt tjeneste. Dermed kan Bankklagenemndas uttalelser være relevante ved tolkningen av reglene om god forretningsskikk.

³² Jf. <http://www.bankklagenemnda.no> og <http://e24.no/naeringsliv/article2518994.ece>.

Bankklagenemndas uttalelser er rådgivende, jf. hovedavtalen § 2-3. Dersom uttalelsen går imot innklagede og denne ikke vil rette seg etter uttalelsen, må det imidlertid gis en begrunnet melding. Dersom klager er misfornøyd med uttalelsen, eller den ikke blir fulgt opp, vil man kunne gå til rettslige skritt etter tvistelovens regler³³.

Når det gjelder den rettskildemessige vekten av forvaltningspraksis viser jeg til redegjørelsen i forrige punkt. Det er grunn til å understreke at Bankklagenemnda har høy juridisk kompetanse. Hvilken rettskildemessige vekt den konkrete uttalelse bør ha, vil kunne være avhengig av om den respekteres av den profesjonelle part³⁴. Generelt blir uttalelsene stort sett tatt til følge. Det foreligger imidlertid ingen uttalelser som retter seg direkte mot produktene, der den profesjonelle parten har blitt felt. Hvorvidt eventuelle fellende uttalelser om produktene vil bli tatt til følge er dermed usikkert.

I forbindelse med denne oppgaven er det særlig én uttalelse fra Bankklagenemnda fra 12. april 2007 som er interessant. Uttalelsen omhandler et DnB-produkt som også var gjenstand for oppmerksomheten i artikkelserien som er omtalt over. Den nye verdipapirloven var på det tidspunktet verken vedtatt eller trådt i kraft, men uttalelsen har likevel en viss interesse.

Til slutt har Bankklagenemnda varslet at den kommer med en prinsipputtalelse om sammensatte spareprodukter i løpet av høsten. Uttalelsen har imidlertid blitt utsatt flere ganger, og den vil ikke foreligge før denne oppgaven skal leveres.

³³ Så lenge en tvist er til behandling i nemnda kan den ikke bringes inn for alminnelige domstoler, jf. finansavtaleloven § 4 (4). Videre er behandling i forliksrådet, jf. tvisteloven kap. 6. ikke nødvendig når saken er behandlet av Bankklagenemnda, jf. finansavtaleloven § 4 (5).

³⁴ Dvs. banken eller verdipapirforetaket.

3 Hvilke krav kan stilles til investeringsproduktene

Målet i dette kapitlet er å drøfte om det med bakgrunn i reglene om god forretningsskikk er adgang til å stille krav til produktene som formidles av et verdipapirforetak, hvilket grunnlag eventuelle krav har i rettskildegrunnlaget og hva kravene eventuelt bør gå ut på. Til slutt vil jeg behandle Kredittilsynets tolkning av reglene i vphl. § 10-11, der man går langt i å stille krav til produktene. Jeg har valgt å behandle denne praksisen særskilt, for på best mulig måte å skille mellom hvilke krav *jeg* mener kan utledes av loven og hvilke krav Kredittilsynet utleder av loven.

3.1 Er det adgang til å stille krav til produktene?

3.1.1 Innledning

Det naturlige utgangspunktet når man tar stilling til et rettsspørsmål er lovteksten og lovtekstens ordlyd³⁵. Ordlyden i vphl. § 10-11 oppstiller ingen uttrykkelige krav til de finansielle instrumentene. Slike krav må i tilfelle følge av en tolkning av innholdet i bestemmelsen. Et spørsmål som derfor bør stilles, er om det overhodet er adgang til å stille krav til produktene med hjemmel i reglene om god forretningsskikk?

Som nevnt i punkt 2.2.4 vil et EU-direktivs vekt ved tolkningen av den norske gjennomføringsbestemmelsen være avhengig av om direktivet er et totalharmoniseringsdirektiv, eller om det bare er et minimumsdirektiv. I den grad direktivet tar sikte på fullharmonisering av reglene i medlemslandene, begrenser dette muligheten for å vedta eller innfortolke regler som ikke har støtte i direktivteksten.

Jeg vil i det følgende ta stilling til om EU-kildene krever fullharmonisering av reglene om god forretningsskikk. Deretter vil jeg se på om de norske reglene på denne bakgrunn må anses som uttømmende, og om det eventuelt er adgang til å tolke disse utvidende.

³⁵ Jf. Eckhoff (2001) s. 39.

3.1.2 Innebærer MiFID og Gjennomføringsdirektivet en totalharmonisering?

Det følger av ordlyden i MiFID art. 19 (1) at bestemmelsen ikke er å anse som uttømmende, jf. ordene ”in particular”³⁶. De ulike trinnene Lamfalussy-prosessen tilsier også at ikke rammedirektivet *alene* gir noen fullstendig regulering av rettsområdet.

Det er derimot flere holdepunkter for å anse Gjennomføringsdirektivet som en totalharmonisering. I henhold til Gjennomføringsdirektivet art. 4 (1) kan ytterligere krav enn dem som følger av direktivet bare pålegges verdipapirforetakene på visse betingelser, og slike krav må eventuelt meldes til kommisjonen, jf. art. 4 (3). På dette grunnlaget uttales det i forarbeidene til verdipapirforskriften at Gjennomføringsdirektivet er fullharmoniserte regler³⁷. Det samme følger av Q&A utgitt av CESR³⁸. I forarbeidene til verdipapirhandelloven legges det også til grunn at områder som reguleres av Gjennomføringsdirektivet som hovedregel må anses som fullharmoniserte³⁹.

På bakgrunn av dette er det grunn til å anta at reglene om god forretningsskikk i MiFID og Gjennomføringsdirektivet til sammen må anses som fullharmoniserte regler.

3.1.3 Er de norske reglene uttømmende?

Uavhengig av konklusjonen over er målet om harmonisering, like konkurransebetingelser og den høye detaljeringsgraden tungtveiende argumenter for å anse de norske gjennomføringsreglene som uttømmende.

I forarbeidene sies det imidlertid eksplisitt at MiFID og Gjennomføringsdirektivet ikke gir noen uttømmende angivelse av innholdet i den rettslige standarden ”god forretningsskikk”,

³⁶ Jf. Ot.prp. nr. 34 (2006-2007), s. 101.

³⁷ Jf. Høringsnotatet, s. 2.

³⁸ Jf. Your questions on MiFID, s. 133 flg.

³⁹ Jf. Ot.prp. nr. 34 (2006-2007), s. 31 og 105.

jf. § 10-11 (1)⁴⁰. Det ser altså ut til at departementet legger til grunn at reglene er å anse som fullharmoniserte, jf. forrige punkt, men at den generelle regelen ikke er uttømmende angitt⁴¹.

Mer generelt uttales det på side 32 i Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) at en rekke bestemmelser som angir visse prinsipper verdipapirforetakene skal forholde seg til, er ment som fullharmoniserte bestemmelser. Gjennomføringen av prinsippene skal derimot være overlatt til foretakenes skjønn, og det ikke er adgang til å frata foretakene dette skjønnnet ved å stille mer konkrete krav enn de som følger av direktivet. Jeg antar at kravet til god forretningsskikk er å anse som et slikt prinsipp.

Dette må bety at det ikke er adgang til å vedta mer detaljert lovregulering enn den som følger av MiFID og Gjennomføringsdirektivet, uten å følge avviksbehandlingen beskrevet i Gjennomføringsdirektivet art. 4. Det kan imidlertid ikke bety at det er overlatt til foretakene alene å fastsette det nærmere innholdet i prinsippet om at virksomheten skal utøves i samsvar med god forretningsskikk, jf. vphl. § 10-11 (1). Der foretakenes skjønn ikke er forsvarlig, skal tilsynsmyndighetene håndheve bestemmelsene, og i den grad reglene gir uttrykk for et prinsipp, må innholdet i dette prinsippet tolkes etter vanlige anerkjente juridiske tolkningsprinsipper.

Hvis man legger til grunn at det nærmere innholdet i det generelle prinsippet om god forretningsskikk må tolkes, blir det slik jeg ser det, ikke avgjørende om reglene ellers må anses som uttømmende slik at det ikke er adgang til å vedta andre krav.

Dersom man derimot antar at innholdet i det generelle prinsippet også er uttømmende regulert, vil det være vanskelig å stille objektive minstekrav til produktene med hjemmel i

⁴⁰ Jf. Ot.prp. nr. 34 (2006-2007), s. 104.

⁴¹ Finansnæringsens hovedorganisasjon (FNH) har vært kritiske til denne tolkningen, og tok bl.a. i høringsuttalelsen til lovforslaget til orde for at man burde ha mest mulig harmoniserte regler, jf. vedlegg til høringsuttalelsen, s. 7.

loven. Et brudd på slike minstekrav vil imidlertid uansett kunne være et *bevis* for at foretaket har opptrådt i strid med loven.

3.1.4 Konklusjon

På den ene siden er det tungtveiende argumenter som taler for å anse MiFID og Gjennomføringsdirektivet som fullharmoniserte regler. Det er således svært begrenset adgang til å stille andre krav enn de som følger av EU-kildene, jf. Gjennomføringsdirektivet art. 4.

På den andre siden kan forarbeidene forstås slik at de norske reglene ikke er å anse som uttømmende og i alle fall at den generelle regelen om god forretningsskikk ikke er uttømmende angitt. Reglene må dermed tolkes, og ordlyden er så vid at det også må være anledning til å innfortolke minstekrav til produktene.

Under enhver omstendighet vil brudd på slike minstekrav være en klar indikasjon på at foretaket har opptrådt i strid med reglene om god forretningsskikk. En annen sak er imidlertid at EF-domstolens tolkning vil legge premissene for grensedragningen dersom reglene må anses som uttømmende.

Konklusjonen må, slik jeg ser det, være at det formelt sett må være adgang til å innfortolke krav til produktene.

Når det gjelder den videre drøftelsen, er det grunn til å bemerke at brudd på et produktkrav rent faktisk vil materialisere seg i forbindelse med formidlingen av produktet eller rådgivningen. Reglene er atferdsnormer, og det er til syvende og sist salget av produktet som vil være forbudt. Når jeg likevel snakker om produktkrav, er det fordi kravene til produktene er objektive i den forstand at de er uavhengige av kunden, forutsatt at kunden er ikke-profesjonell, og at de er uavhengige av verdipapirforetakets opptreden, utover det faktum at foretaket har formidlet produktet.

3.2 Hvilken støtte har krav til produktene i loven og forskriften?

Mens jeg i det forrige avsnittet drøftet om det formelt sett er adgang til å stille krav til produktene, er temaet her om det materielt sett er grunnlag for å stille slike krav. Jeg vil i det følgende se nærmere på hvilken støtte eventuelle krav til produktene har i vphl. § 10-11 og i de respektive forskriftsbestemmelsene.

Selv om jeg hele tiden har krav til produktene for øyet, ser jeg det som nødvendig å redegjøre i en viss utstrekning for det generelle innholdet i de aktuelle bestemmelsene.

Målet er imidlertid ikke å gi noen uttømmende framstilling av reglene om god forretningsskikk, men å trekke fram de reglene der jeg mener krav til produktene kan og bør innfortolkes.

3.2.1 Det generelle kravet til god forretningsskikk

Verdipapirhandelloven § 10-11 (1) første punktum sier at "[v]erdipapirforetaket skal utøve sin virksomhet i samsvar med god forretningsskikk". Ordlyden avviker fra den tilsvarende bestemmelsen i MiFID art. 19 (1) som sier at foretaket skal opptre "ærligt, redeligt og professionelt", jf. den danske direktivteksten. Den engelske teksten bruker ordene "honestly, fairly and professionally".

At den norske gjennomføringsbestemmelsen bruker begrepet god forretningsskikk må sees i sammenheng med at både loven av 1997 og loven av 1985 hadde bestemmelser om god forretningsskikk, og at dette således er et innarbeidet begrep i norsk rett. Det følger av forarbeidene at uttrykket god forretningsskikk er ment å dekke direktivets art. 19 (1), og at det samtidig viderefører den generelle regelen i den gamle loven⁴². Dessuten benyttes uttrykket "god forretningsskikk" i overskriften til MiFID art. 19 i den danske teksten, og jeg antar dermed at bestemmelsene dekker omtrent det samme.

⁴² Jf. Ot.prp. nr.34 (2006-2007), s. 103.

Verken henvisningen til ”god forretningsskikk” eller ”ærlig, redelig og profesjonell opptreden” gir noe presist uttrykk for hva bestemmelsen inneholder. En nærmere presisering følger imidlertid både i lovteksten og direktivet, og således vil den generelle regelen først og fremst tjene som bakteppe for den nærmere fastleggelsen av innholdet i bestemmelsen.

Det må imidlertid antas at den generelle regelen også har selvstendig betydning. For direktivets del forutsettes dette i punkt (81) i fortalen til Gjennomføringsdirektivet. Det samme har en viss støtte i CESRs anbefaling vedrørende Gjennomføringsdirektivets art. 26, jf. MiFID art. 19 (1)⁴³. I norsk rett er uttrykket god forretningsskikk i vphl. § 10-11 en *handlenorm* eller en såkalt ”rettslig standard” der innholdet ikke er klart fastlagt, men vil være avhengig av den rådende moraloppfatning og utvikling i samfunnet for øvrig⁴⁴. Det understrekes i forarbeidene at uttrykket har selvstendig betydning og at de mer presise angivelsene ikke er å anse som uttømmende⁴⁵.

Grense for produkter som formidles

Målet med oppgaven er å undersøke om man med hjemmel i reglene om god forretningsskikk også må stille krav til produktene som tilbys. Noe eksplisitt krav til produktene følger ikke av den rettslige standarden ”god forretningsskikk”. Det er som sagt snakk om en *handlenorm* som retter seg mot foretakets opptreden og ikke mot produktene i seg selv.

Det er likevel flere argumenter for å hevde at den generelle regelen om god forretningsskikk også innebærer at det må stilles krav til produktene. Kravet til god forretningsskikk setter en grense for foretakets virksomhet. Det kan anføres at denne grensen også innebærer at foretaket ikke kan tilby ethvert investeringsprodukt uavhengig

⁴³ Jf. Recommendations: Inducements under MiFID.

⁴⁴ Jf. *Verdipapirhandelloven. Kommentaarutgave* (2002) s. 675 flg. om den tilsvarende bestemmelsen i vphl. (1997) § 9-2.

⁴⁵ Jf. Ot.prp. nr.34 (2006-2007), s. 104.

av produktets sammensetning og innhold. Kredittilsynet går langt i å tolke den rettslige standarden ”god forretningsskikk” slik at den også stiller krav til produktene⁴⁶. Jeg kommer tilbake til kravene Kredittilsynet innfortolker i avsnitt 3.4.

Formidling av visse produkter kan også være en klar indikasjon på at foretaket har opptrådt i strid med de mer spesielle kravene i vphl. § 10-11. Dersom produktet ikke oppfyller visse minstekrav kan det altså være et *bevis* for at foretaket har brutt reglene om god forretningsskikk.

Det kan videre trekkes parallell til kjøpsloven der det stilles visse minstekrav til varens egenskaper, selv der varen er solgt ”som den er”, jf. § 19. På samme måte må man på bakgrunn av den rettslige standarden ”god forretningsskikk” kunne stille visse minstekrav til produktene som selges.

På den andre siden taler forutsigbarhet for aktørene for at man bør være noe varsom med å strekke den selvstendige betydningen av henvisningen til god forretningsskikk for langt. Hadde det vært meningen at alle krav til verdipapirforetakene skulle subsumeres under denne generelle normen, ville det ikke vært behov for den til dels omfattende detaljreguleringen man finner i § 10-11 og i vpfl. kap. 10. Hensynet til norske foretaks rammevilkår i konkurranse med utenlandske foretak taler også for tilbakeholdenhet med å strekke reglene for langt.

Hva som eventuelt skal til for at et produkt er så dårlig for kunden at det strider mot god forretningsskikk å formidle det, kommer jeg tilbake til. Foreløpig nøyer jeg meg med å konkludere med at den rettslige standarden ”god forretningsskikk” setter en grense for verdipapirforetakenes opptreden og at denne grensen også innebærer visse krav til produktenes sammensetning.

⁴⁶ Jf. f. eks. Kredittilsynets brev til Caveo ASA.

3.2.2 Kundenes interesser

Vphl. § 10-11 skal bidra til investorbeskyttelse, og det sentrale hensynet bak bestemmelsen er å ivareta kundenes interesser. Dette følger av første ledd annet punktum som sier at "[verdipapir]foretaket skal herunder påse at kundenes interesser og markedets integritet ivaretas på beste måte (...)". MiFID art. 19 (1) sier også at foretaket skal opptre i "sine kunders bedste interesse", jf. den danske teksten.

Markedets integritet nevnes derimot ikke i art. 19. Henvisningen til markedets integritet i den norske gjennomføringsbestemmelsen henger igjen fra den gamle loven, og dette hensynet har neppe noen stor selvstendig betydning i tilknytning til reglene om god forretningsskikk⁴⁷.

Hensynet til kundenes interesser er viktig som tolkningsfaktor for alle spesialbestemmelsene i paragrafen, men det har også selvstendig betydning. Hvis verdipapirforetaket tilbyr en tjeneste som ikke er i kundens interesse, vil opptreden være i strid med § 10-11.

Hvorvidt formidling av et produkt er i strid med kundens interesser, må som utgangspunkt avgjøres konkret. De ulike kundene har ulike interesser, og noe generelt krav til produktene er det ikke lett å oppstille alene på det grunnlag at formidling av produktet strider mot kundenes interesser. Likevel kan man tenke seg produkter som er så dårlige at de generelt strider mot kundenes interesser. Særlig vil dette være tilfelle der et produkts sammensetning gir verdipapirforetaket stor inntjening på bekostning av kunden i form av provisjon eller honorarer. Jeg kommer tilbake til hvilke egenskaper ved et produkt som kan føre til at ingen kunde har interesse av å kjøpe det.

⁴⁷ Jf. *Verdipapirhandelloven. Kommentirutgave* (2002) s. 675. Det er derimot et viktig hensyn bak reglene om transaksjonsrapportering og oppbevaring av dokumentasjon, jf. vphl. §§ 10-17 flg., jf. Ot.prp. nr. 34 (2006-2007), s. 128.

3.2.3 Spesielle krav

Ifølge vphl. § 10-11 (1) annet punktum skal verdipapirforetaket oppfylle de krav som følger av bestemmelsens neste ledd og av forskriften. Den store mengden detaljregler har som mål å sørge for likest mulig regulering innenfor medlemslandene, jf. over. Også de spesielle reglene kan gi holdepunkter for at det må oppstilles krav til produktene. Jeg tar i det følgende for meg noen enkeltregler som taler for at det bør kunne innfortolkes krav til produktene.

Jeg understreker at jeg i oppgaven tar for meg tilfellet der kunden er ikke-profesjonell slik at unntakene fra bestemmelsene jf. vpf. § 10-7 ikke kommer til anvendelse.

Egnethet

Ifølge vphl. § 10-11 (4) skal verdipapirforetak som yter investeringsrådgivning eller driver aktiv forvaltning, innhente opplysninger om kunden som gjør det i stand til å anbefale den investeringstjeneste og de finansielle instrumenter som egner seg for vedkommende. Bestemmelsen gjennomfører MiFID art. 19 (4).

En nærmere presisering følger av vpf. § 10-16 der det i første ledd heter at verdipapirforetaket skal foreta en egnethetstest. Den enkelte transaksjon som omfattes av investeringsrådgivningen eller den aktive forvaltning, skal være i samsvar med kundens investeringsmål, den skal være slik at kunden finansielt er i stand til å håndtere risikoen, og den skal være slik at kunden har nødvendig erfaring og kunnskap til å forstå risikoen.

Egnethetstesten er en konkret vurdering av den enkelte kunde, og som utgangspunkt stiller ikke bestemmelsen generelle krav til produktene. Visse minimumskrav må imidlertid kunne utledes av kravet om at tjenesten skal være i samsvar med kundens investeringsmål. Hvis produktet er så dårlig at det ikke er egnet til å ivareta *noen* kundes investeringsmål, vil formidling av et slikt produkt være i strid med reglene.

Ved vurdering av den enkelte kundes investeringsmål skal foretaket innhente informasjon om investeringshorisont, risikovillighet, risikoprofil og målsetting med investeringen, jf. § 10-16 (3). Ved avgjørelsen av om et finansielt instrument generelt er uegnet som investeringsprodukt, vil disse momentene kunne gi veiledning.

Hensiktsmessighet

Ved ytelse av andre investeringstjenester enn investeringsrådgivning og aktiv forvaltning gjelder ikke bestemmelsen om egnethet. I stedet skal verdipapirforetaket vurdere om den påtenkte investeringstjenesten eller det påtenkte investeringsproduktet er hensiktsmessig for kunden, jf. vphl. § 10-11 (5). Bestemmelsen gjennomfører MiFID art. 19 (5).

Etter et resonnement tilvarende det over, kunne man her hevde at produkter det ikke vil være hensiktsmessig for *noen kunde* å investere i, ikke kan formidles uten å komme i konflikt med reglene om hensiktsmessighet.

Over antok jeg imidlertid at det særlig var kravet om at transaksjonene skal være i samsvar med kundens investeringsmål, som ga grunnlag for å stille krav til produktene. Ved vurdering av hensiktsmessighet følger det av vpf. § 10-17 at foretaket skal ta stilling til om kunden har nødvendig erfaring og kunnskap til å forstå risikoen forbundet med det etterspurte eller tilbudte produktet. Noe krav om at tjenesten skal være i samsvar med kundens investeringsmål, gjelder derimot ikke der foretaket yter andre tjenester enn investeringsrådgivning eller aktiv forvaltning.

Videre er kravet om at foretaket innhenter informasjon *absolutt* ved investeringsrådgivning og aktiv forvaltning, jf. vpf. § 10-16 (4). Dette følger både av vphl. § 10-11 (4) og av vpf. § 10-16 (1) der det heter at foretaket *skal* innhente opplysninger som setter det i stand til å vurdere transaksjonenes egnethet (min utheving). Ved ytelse av andre tjenester er det derimot tilstrekkelig å *søke* å innhente opplysninger om kundens kunnskap og erfaring jf. vphl. § 10-11 (5) (min utheving). At plikten i det siste tilfelle ikke er absolutt, følger også

av siste punktum som sier at foretaket skal advare om at det ikke er i stand til å vurdere hensiktsmessigheten der kunden velger å ikke gi de opplysningene som verdipapirforetaket plikter å innhente. Forarbeidene omtaler også vurderingen av kunden som mindre omfattende når verdipapirforetaket yter andre tjenester⁴⁸.

På den ene siden taler den mindre omfattende vurderingen som skal foretas etter reglene om hensiktsmessighet, for at det også må stilles mindre omfattende krav til tjenestene herunder produktene som formidles. Reelle hensyn taler også for at verdipapirforetakets ansvar for produktenes godhet må være mer omfattende der foretaket gir konkrete råd, sammenliknet med tilfeller der det bare formidler finansielle instrumenter.

På den andre siden oppstilles det i vphl. § 10-11 (6) et unntak der foretaket ikke engang trenger å vurdere om tjenesten er hensiktsmessig. Vilklårene er at produktene er ikke-komplekse, at tjenesten ytes på kundens initiativ og at kunden informeres om at foretaket ikke har noen plikt til å foreta en hensiktsmessighetstest. Reglene om hensiktsmessighet kommer dermed i en slags mellomposisjon. De er mindre omfattende enn reglene som gjelder ved rådgivning, men mer omfattende enn reglene som gjelder ved formidling av ikke-komplekse instrumenter på kundens initiativ.

På dette grunnlaget mener jeg verdipapirforetaket må pålegges et visst ansvar for innholdet i produktene det formidler, der reglene om hensiktsmessighet kommer til anvendelse. Dette understøttes også av de generelle pliktene som påhviler foretaket, som for eksempel at det skal ivareta kundenes interesser, jf. punkt 3.2.2. Et krav til produktene har også noe støtte i den generelle ordlyden i § 10-11 (5). Dersom produktet er for dårlig vil det neppe være hensiktsmessig for kundene å kjøpe det.

⁴⁸ Jf. Ot.prp. nr. 34 (2006-2007), s. 106.

3.2.4 Konklusjon

Både det generelle kravet til god forretningsskikk og kravet om at foretaket skal ivareta kundenes interesser på beste måte gir grunnlag for å stille visse krav til produktene. De spesielle kravene om at tjenesten skal være egnet eller hensiktsmessig, taler også for å stille krav til produktenes egnethet eller hensiktsmessighet. Krav til produktene er objektive, ved at de ikke er avhengige av kundens personlige preferanser eller foretakets konkrete opptreden.

3.3 Hvilke krav må stilles?

Jeg har så langt drøftet om det er adgang til å stille krav til produktene og hvilken støtte produktkrav generelt har i loven og forskriften. I dette avsnittet vil jeg se nærmere på hvilke egenskaper ved produktene det må stilles krav til.

3.3.1 Innledning

Ved vurderingen av hvilke krav som bør stilles til produktene bør hensynet til kundenes interesser stå sentralt. Videre bør kravene rette seg mot sentrale egenskaper ved de finansielle instrumentene.

Ved avgjørelsen av hvilke egenskaper ved produktene som må anses som sentrale, kan opplysningsplikten, jf. vphl. § 10-11 (2) gi veiledning. Kundene skal få opplysninger om risiko, prisvolatilitet og markedsbegrensninger for de finansielle instrumentene, jf. vphl. § 10-11 (2) nr. 2, jf. vpf. § 10-13. Videre skal kunden få opplysninger om gebyrer og omkostninger, herunder vederlag til verdipapirforetaket, jf. § 10-11 (2) nr. 4, jf. vpf. § 10-15. Dette må anses å være sentrale størrelser ved produktene, og det kan følgelig anføres at kravene til produktene blant annet bør rette seg mot disse egenskapene.

Jeg vil i det følgende gjøre rede for hvilke generelle krav jeg mener bør kunne stilles til produktene i lys av reglene om god forretningsskikk.

3.3.2 Krav om positiv avkastning

I henhold til vpf. § 10-16 (1) skal de enkelte transaksjonene som omfattes av investeringsrådgivning eller aktiv forvaltning være i samsvar med kundens investeringsmål. Man må kunne anta at en kundes investeringsmål alltid går ut på at investeringen skal gi en positiv avkastning. Hvis et finansielt instrument på grunn av sin sammensetning med stor sannsynlighet ikke vil gi positiv avkastning, kan det anføres at produktet ikke er egnet som investeringsprodukt. Ved investeringsrådgivning og aktiv forvaltning bør det derfor kunne oppstilles et krav om at produktene må gi visse muligheter for positiv avkastning.

Spørsmålet er dermed om det samme kravet må gjelde ved ytelse av andre tjenester enn investeringsrådgivning eller aktiv forvaltning. I slike tilfeller gjelder de mindre omfattende reglene om hensiktsmessighetstest, jf. forrige avsnitt. Ved hensiktsmessighetstesten er det ikke noe krav om at foretaket kartlegger kundens investeringsmål. Ut i fra argumentasjonen over kunne man dermed anføre at et krav til mulighet for positiv avkastning ikke kan oppstilles. Dette kan slik jeg ser det ikke føre fram. Det må være klart at positiv avkastning er målsetningen for enhver som investerer i finansielle instrumenter. Hvis positiv avkastning er utelukket vil produktet ikke være hensiktsmessig, og da vil det være i strid med reglene om hensiktsmessighet å formidle produktet til noen kunde.

Når det gjelder hvilke muligheter for positiv avkastning en kunde bør kunne kreve, kommer jeg tilbake til dette i kapittel 4.

3.3.3 Krav til risikoen i produktet

Det er neppe grunnlag for å stille et generelt krav til risikoen i produktene. Kunden skal i henhold til vpf. § 10-13 (1) (a) få opplysning om risikoen for å tape hele investeringen. Av dette må det følge forutsetningsvis at et produkt ikke er lovstridig bare fordi man risikerer å tape hele investeringen.

Det kan stilles spørsmål om et produkt der man ved lånefinansiering øker eksponert beløp (gearing) slik at man risikerer å tape *mer enn* investert beløp, vil være i strid med generelle regler. På den ene siden kan reelle hensyn tale for at kunden ikke skal risikere å tape mer enn han har investert. På den andre siden er det få holdepunkter i lovteksten for å stille et slikt krav. Løsningen er slik jeg ser det, usikker. Slike produkter er uansett ikke vanlige, da utsteder vil måtte kreve sikkerhet for de tilfeller investeringen går med tap⁴⁹.

Risikoen i produktet er likevel ikke uten betydning. Særlig bør kravet til mulighet for positiv avkastning ses i sammenheng med risikoen i produktet. Er risikoen i produktet svært høy, bør man kanskje kunne stille høyere minstekrav til mulighetene for positiv avkastning. Dette kommer jeg tilbake til i kapittel 4.

Uansett må kunden ha nødvendig erfaring og kunnskap til å forstå risikoen, jf. vpf. § 10-16 (1) (c) og § 10-17, men dette er altså ikke produktkrav.

3.3.4 Krav til kostnader

Ifølge vpf. § 10-15 skal foretaket gi opplysninger om omkostninger og gebyrer. Det skal opplyses om de samlede kostnadene for det enkelte finansielle instrumentet og godtgjørelsen til verdipapirforetaket skal angis særskilt. Kostnadene forbundet med investering i et finansielt instrument er altså et sentralt element som kundene skal ha tilstrekkelige opplysninger om.

Reelle hensyn taler for at man dermed bør kunne stille visse krav til kostnadene forbundet med investeringen. Dersom kostnadene er for høye vil dette være i strid med kundenes interesser jf. vphl. § 10-11 (1). For høye kostnader vil også redusere mulighetene for

⁴⁹ I Terra-saken ble produktene tvangssolgt av CitiBank, da kommunene nektet å stille økt sikkerhet. Det var imidlertid ikke risikoen alene, men mangelfulle opplysninger som var hovedårsaken til at Kredittilsynet varslet tilbakekall av Terras konsesjoner.

positiv avkastning og således vil et krav til kostnadene overlappe kravet om mulighet for positiv avkastning, jf. punkt 3.3.2.

Kundene skal ha opplysninger om de totale kostnadene og vederlaget til verdipapirforetaket. Dette danner grunnlag for å stille krav om at verken vederlaget til verdipapirforetaket eller de totale kostnadene kan være for høye.

3.3.5 Krav til likviditet

Ifølge vpf. § 10-16 skal foretaket innhente opplysninger om kundens investeringshorisont og ifølge vphl. § 10-11 (2) skal kunden få opplysninger om begrensninger i markedet.

Selv om kunden oppgir en viss investeringshorisont, vil endrede forhold kunne medføre at kunden har behov for å realisere investeringen på et tidligere tidspunkt enn det som ble lagt til grunn da den ble foretatt. Det kan følgelig anføres at kunden må ha visse muligheter for å komme seg ut av investeringen før tiden. Manglende likviditet⁵⁰ i produktet vil dermed kunne gjøre et produkt uegnet.

Omsetningsbegrensninger er imidlertid ikke forbudt i sin alminnelighet, og et krav til likviditet vil derfor antageligvis ikke være generelt. Jeg kommer tilbake til dette i kapittel 4.

3.3.6 Konklusjon

Ut i fra hva som må antas å være kundenes interesser, og hvilke egenskaper ved de finansielle instrumentene som må anses sentrale, bør det kunne stilles krav til at produktene har en viss mulighet for å gi positiv avkastning, at kostnadene ikke skal være for høye, og at kunden bør ha visse muligheter for å komme seg ut av investeringen, slik at det stilles visse minimumskrav til likviditet. I kapittel 4 vil jeg konkretisere kravene.

⁵⁰ Likviditet betyr her hvor lett det er å omsette produktet.

3.4 Særlig om Kredittilsynets praksis

Kredittilsynet går i sin praksis langt i å oppstille generelle krav til produktene med hjemmel i vphl. § 10-11. Jeg har valgt å behandle denne praksisen særskilt for på best mulig måte å skille mellom hvilke krav *jeg* mener kan utledes av loven, og hvilke krav Kredittilsynet utleder av loven.

I de to vedtakene om tilbakekall av konsesjonene til Caveo ASA og Totalvekst ASA⁵¹ oppstilles tre normer for god forretningsskikk. Normene er tolkningsresultater som Kredittilsynet mener følger av de generelle og de spesielle reglene om god forretningsskikk, jf. vphl. § 10-11 og vpf. kapittel 10. I det følgende vil jeg se nærmere på tolkningsresultatene (normene) og vurdere om disse gir støtte til mine konklusjoner i forrige avsnitt.

3.4.1 Det rettslige grunnlaget for vedtakene

At det oppstilles generelle normer i to konkrete vedtak må sees på bakgrunn av at Kredittilsynet tolker den generelle regelen om god forretningsskikk, jf. vphl. § 10-11 (1) som en rettslig standard, og at de har som mål å gi innhold til denne standarden⁵². Ved å oppstille generelle normer og ved å offentliggjøre vedtakene sendes et signal til markedet om hvordan reglene vil bli håndhevet. Det understrekes i begge vedtakene at den rettslige standarden har et element av uforutsigbarhet for aktørene, og at det derfor bare er de grove overtredelser som kan medføre inngripende tiltak fra myndighetenes side⁵³.

Når det gjelder det rettslige grunnlaget, går Kredittilsynet på den ene siden langt i å forankre vedtakene i den rettslige standarden god forretningsskikk som også gjaldt etter

⁵¹ Jf. avsnitt 2.6.

⁵² Jf. presentasjon av Eirik Bunæs på BIs høstkonferanse for Bank og Finans, 23. oktober 2008, s. 13.

⁵³ Jf. vedtak mot Caveo ASA og Totalsvekst ASA s. 1.

tidligere verdipapirhandellov § 9-2. Dette taler for at normene som oppstilles er ment å gjelde uavhengig av hvilken tjeneste foretaket yter.

På den andre siden tas det utgangspunkt i konkrete investeringsråd gitt til foretakets kunder, og det vises til vphl. § 10-11 (4) om investeringsrådgivning og aktiv forvaltning. Dette taler for at normene i første rekke er ment å gjelde investeringsrådgivning. Siden investeringsrådgivning ikke var konsesjonspliktig tjeneste etter den gamle loven, kan det dermed stilles spørsmål om tolkningsresultatene ville blitt de samme etter gammel lov. Kredittilsynet legger til grunn at forholdene slik de framstår i de konkrete sakene også ville vært klare overtredelser i henhold til den gamle loven⁵⁴.

Jeg legger til grunn at meningen er å oppstille generelle normer uavhengig av hvilken tjeneste som ytes, men at den konkrete anvendelsen av normene vil være strengere der foretaket yter investeringsrådgivning eller aktiv forvaltning, på grunn av skillet loven opererer med. Når det gjelder hvorvidt tolkningsresultatene ville vært de samme etter den gamle loven, faller det utenfor temaet for oppgaven å ta stilling til dette.

I det følgende vil jeg se på de tre tolkningsresultatene Kredittilsynet oppstiller.

3.4.2 Verdipapirforetaket skal tilby det beste av sammenlignbare produkter

Den første normen lyder:

i) Verdipapirforetaket skal tilby det beste av sammenlignbare produkter.

Verdipapirforetaket må ha tilstrekkelig kunnskap om tilgjengelige produkter til å kunne foreta sammenligninger hva angår risiko, forventet avkastning, kostnader og likviditet m.v. Denne sammenligningen må foretas i forhold til slike sentrale målestokker.

Foretaket har i kraft av sin rolle som profesjonell mellommann et selvstendig ansvar for denne vurderingen. Verdipapirforetaket har derfor en undersøkelsesplikt i forhold

⁵⁴ Jf. vedtak mot Caveo ASA og Totalsvekst ASA s. 1.

til hva som tilbys på markedet, og hvilke produkter som gir de beste betingelser for kunden.

Både redegjørelsen for tolkningsresultatet og anvendelsen av det tyder på at det først og fremst er ved investeringsrådgivning foretaket plikter å tilby de beste produktene⁵⁵. En generell norm om at foretaket *bare* skal kunne tilby de beste produktene, ville dessuten ikke være rimelig. Det vil det variere over tid hvilke produkter som er best, og det ville ikke gi noen god løsning at et produkt er tillatt en dag, for så å bli forbudt dagen etter. Videre ville utvikling av investeringsprodukter blitt en risikosport, fordi produktet hele tiden ville stå i fare for å bli ulovlig ved etableringen av et nytt og bedre produkt. Til slutt ville kundene også bli skadelidende, da de eventuelt ikke ville kunne komme seg ut av investeringene sine hvis produktene plutselig ble forbudt.

I den grad normen bare retter seg mot verdipapirforetak som yter investeringsrådgivning, gir den ikke alene grunnlag for å oppstille et generelt krav til produktene. På den andre siden er det klare holdepunkter for at Kredittilsynet har ment å stille krav til produktene. Selv om det neppe kan kreves at foretaket bare tilbyr produktene som til enhver tid er best, innebærer normen likevel at det må stilles visse minstekrav til produktene. Et produkt som åpenbart er mye dårligere enn sammenliknbare produkter, vil antageligvis være i strid med reglene om god forretningsskikk også der foretaket ikke yter investeringsrådgivning.

Kredittilsynets første tolkningsresultat underbygger altså min konklusjon over om at det må stilles visse minimumskrav til produktene. Videre peker normen på objektive kriterier som risiko, forventet avkastning, kostnader og likviditet. Dette gir støtte til min argumentasjon om at produktkravene må rette seg mot disse egenskapene ved produktene.

⁵⁵ Jf. for eksempel brev til Totalvekst ASA, henholdsvis s. 2 og s.18.

3.4.3 Kostnadsstrukturen i produktet kan ikke redusere avkastningspotensialet vesentlig

Den andre normen lyder:

- ii) Kostnadsstrukturen i produktet kan ikke redusere avkastningspotensialet vesentlig.

Verdipapirforetaket må påse at det er et rimelig forhold mellom de totale kostnader og hva som faktisk investeres, slik at avkastningspotensialet er rimelig sammenlignet med alternative investeringer sett ut i fra kundens investeringsbehov.

Normen retter seg mot de totale kostnadene forbundet med en investering i produktet. Av forklaringen til normen følger det at foretaket for det første ikke kan anbefale instrumenter med høye kostnader hvis kundens investeringsmål kan oppnås ved å investere i et annet produkt med lavere kostnader. For det andre vil høye kostnader isolert sett kunne innebære at kundens interesser ikke ivaretas på beste måte, fordi avkastningspotensialet reduseres vesentlig.

Et typisk trekk ved finansielle instrumenter er at avkastningen er usikker. Investoren tar en risiko og får vanligvis betalt i form av høyere avkastning. I kravet til Kredittilsynet er det *avkastningspotensialet* (dvs. utsiktene til avkastning på tidspunktet investeringen foretas) som er avgjørende. At avkastningen til slutt viste seg å bli dårlig er dermed ikke nødvendigvis i strid med normen. Videre kan et produkt med høy sluttavkastning være i strid med normen hvis utsiktene til slik avkastning i utgangspunktet var dårlige, og det var ren flaks som gjorde at avkastningen til slutt ble høy⁵⁶.

Ifølge Kredittilsynets tolkning gir altså vphl. § 10-11 grunnlag for å stille visse minstekrav til avkastningsmulighetene i produktet sett i forhold til alternative investeringer. Videre ser

⁵⁶ En annen sak er at problemet med høye kostnader i et slikt tilfelle neppe kommer på spissen, da kunden neppe vil klage på et produkt som rent faktisk ga høy avkastning.

Kredittilsynet også ut til å oppstille en absolutt grense for de totale kostnaden, da det skal være rimelig forhold mellom de totale kostnadene og hva som faktisk investeres.

Begge kravene er i tråd med mine konklusjoner i forrige avsnitt og gir altså støtte til at det må kunne stilles krav både til avkastningsmulighetene og kostnadene til et produkt.

3.4.4 Andelen av innbetalt beløp som tilfaller verdipapirforetaket må stå i rimelig forhold til den merverdi verdipapirforetaket tilfører

Den tredje normen lyder:

- iii) Andelen av innbetalt beløp som tilfaller verdipapirforetaket må stå i rimelig forhold til den merverdi verdipapirforetaket tilfører.

Kravet til god forretningsskikk og at kundens interesser skal ivaretas på beste måte innebærer at de marginer foretaket tar ikke kan være uforholdsmessig høye (foretaket kan ikke ta en urimelig pris). Man må her blant annet se hen til at marginene skal stå i et rimelig forhold til den merverdi som tilføres, for eksempel i form av at foretaket har påtatt seg risiko ved transaksjonen eller produktets utvikling.

Mens den forrige normen stilte krav til de totale kostnadene, oppstilles det her et krav om at marginene verdipapirforetaket tar ikke kan være uforholdsmessig høye. Ved vurderingen av hva som er rimelig, skal man se hen til den merverdi som tilføres av verdipapirforetaket. Tar for eksempel foretaket på seg en risiko ved utvikling av produktet, vil dette kunne tale for høyere marginer. Er verdipapirforetaket kun en videreformidler av et produkt, bør derimot marginene være små. Videre vil kostnadene ved utvikling av produktet kunne variere med produktets kompleksitet, mens kostnadene forbundet med distribusjon i liten grad varierer med produktets kompleksitet.

Kravet underbygger min tolkning av at det må kunne stilles krav til vederlaget til verdipapirforetaket.

3.4.5 Konklusjon

I henhold til Kredittilsynets tolkning av reglene om god forretningsskikk må det stilles konkrete krav til produktene foretaket tilbyr. Der foretaket yter investeringsrådgivning, skal det anbefale det beste av sammenliknbare produkter ut i fra sentrale kriterier som risiko, forventet avkastning, kostnader og likviditet. Videre kan de totale kostnadene ikke være urimelig store, fordi dette vil svekke den forventede avkastningen til produktet. Til slutt må vederlaget til verdipapirforetaket ikke være for stort, og det må stå i forhold til den merverdi foretaket tilfører.

Kredittilsynets tolkningsresultater underbygger langt på vei konklusjonene jeg trakk i forrige avsnitt. Jeg konkluderer på denne bakgrunn med at reglene om god forretningsskikk gir grunnlag for å stille minstekrav til produktenes mulighet for positiv avkastning og kostnadene knyttet til produktene. Etter omstendighetene må det antageligvis også stilles visse minimumskrav til likviditet.

4 Konkretisering av kravene

4.1 Innledning

Jeg har hittil konkludert med at man med hjemmel i vphl. § 10-11, forskrift, direktiv og forvaltningspraksis må stille visse minimumskrav til produktene. Målet for den videre framstillingen er å konkretisere kravene ved å forsøke å oppstille presise grenser for når et produkt er uforenlig med lovens krav. Forrige kapittel kan således ses på som det teoretiske utgangspunktet, mens jeg i det følgende vil se på anvendelsen av produktkravene.

Anvendelsen av reglene er etter min mening svært viktig, og derfor har jeg viet en relativt stor del av oppgaven til dette kapitlet. Den videre drøftelsen har liten støtte i loven, noe som også taler for å skille ut konkretiseringen av kravene i et eget kapittel. Reelle hensyn og hva som objektivt må sies å være i kundens interesse ut i fra økonomiske insentiver, vil derfor være viktige momenter i det følgende. Jeg vil videre se på noen vanlige investeringsalternativer og benytte disse som grunnlag for hva en kunde bør kunne forlange av et produkt. Kredittilsynets praksis vil også gi veiledning, siden vedtakene dreier seg om tilbakekall av konsesjon, og eksemplene følgelig må anses som grove brudd på reglene⁵⁷.

Til slutt inneholder dette kapitlet et avsnitt om sammensatte spareprodukter, siden disse produktene er utbredt og har vært gjenstand for stor oppmerksomhet.

⁵⁷ Jf. for eksempel brev til Totalvekst ASA.

4.2 Innholdet i kravet til produktenes forventet avkastning og risiko

4.2.1 Innledning

I forrige kapittel konkluderte jeg med at man med hjemmel i vphl. § 10-11, forskrift, direktiv og forvaltningspraksis må oppstille et krav om at produktene må gi visse muligheter for positiv avkastning for kunden, og at avkastningen må ses i sammenheng med risikoen kunden tar. I dette avsnittet er målet å konkretisere dette kravet.

Verdiutviklingen i finansielle instrumenter er vanligvis usikker, men ofte vil det på investeringstidspunktet være mulig å si noe om hvilken avkastning investeringen forventningsmessig vil gi. Basert på ulike metoder vil man kunne beregne hvilken gevinst investeringen sannsynligvis vil gi, eller i alle fall hvilke avkastning slike investeringer pleier å gi i gjennomsnitt⁵⁸.

Mens minstekravet som ble oppstilt i forrige kapittel, dreide seg om en *mulighet for positiv avkastning*, vil jeg her prøve å stille krav til den *forventede avkastningen*. At det bør kunne stilles krav til forventet avkastning, har støtte i Kredittilsynets første tolkningsresultat, der det heter at produktene skal sammenliknes blant annet på grunnlag av forventet avkastning.

I det følgende vil jeg argumentere for at det fins en absolutt nedre grense for den forventede avkastningen, slik at produkter med lavere forventet avkastning må sies å være i strid med reglene om god forretningsskikk. Deretter vil jeg vurdere om det også bør stilles enda strengere krav.

Jeg understreker at det er den forventede avkastningen ved *starten av investeringen* som er interessant. Den faktiske avkastningen vil være avhengig av den etterfølgende utviklingen både for det finansielle instrumentet spesielt og i markedet generelt. Verdipapirforetaket kan ikke pålegges ansvar for at utviklingen gikk i en annen retning enn det man hadde

⁵⁸ Slike metoder er utbredt i finansteorien. Det faller imidlertid utenfor oppgavens tema å redegjøre mer inngående for finansielle modeller.

grunn til å regne med. Dette er en risiko kunden tar. Foretaket har derimot et ansvar for at ”veddemålet” kunden innlater seg på, er rettfærdig.

4.2.2 Nedre grense for forventet avkastning

I punkt 3.3.2 antok jeg at en kundes investeringsmål alltid går ut på at investeringen skulle gi positiv avkastning. Dette må innebære at kunden som utgangspunkt ikke vil foreta en investering dersom investeringen har en negativ forventet avkastning. Hvis verdipapirforetaket gir råd om å investere i et produkt som forventningsmessig gir en negativ avkastning, må man dermed anta at dette *alltid* vil være i strid med regelen om at rådgivningen skal være i samsvar med kundens investeringsmål, jf. vpf. § 10-16 (1) (a), uavhengig av hva kundens investeringsmål går ut på for øvrig.

Et tilsvarende krav må antageligvis også stilles til produkter foretaket formidler når det yter andre tjenester. Reglene om egnethet i vphl. § 10-11 (4), jf. vpf. § 10-16 gjelder riktignok ikke i dette tilfellet, men en investering som gir en negativ forventet avkastning, vil antageligvis ikke være hensiktsmessig, jf. vphl. § 10-11 (5), og det vil neppe være i kundens interesse å foreta investeringen, jf. § 10-11 (1).

Kredittilsynets tolkning om at produktene skal være de beste av sammenliknbare produkter, trekker også i retning av at produkter med negativ forventet avkastning bør være forbudt, fordi det antageligvis alltid vil finnes alternative sammenliknbare produkter som har positiv forventet avkastning.

I Bankklagenemndas uttalelse 2007-050 fra 12. april 2007 fikk kunden ikke medhold i at han hadde et krav mot banken på bakgrunn av en økonomisk analyse som viste at en lånefinansiert investering i et sammensatt produkt ga en negativ forventet avkastning. Siden lånefinansiering av sammensatte produkter formelt sett ikke er forbudt, ble det lagt til grunn at formidling av produktet ikke var lovstridig bare fordi den var lånefinansiert.

Uttalelsen kan tale for at det ikke bør kunne oppstilles et krav om positiv forventet avkastning. Slik jeg ser det, ble det imidlertid ikke tatt stilling til om det generelt kan kreves positiv forventet avkastning, siden man ikke fant grunnlag for å gå inn på premissene og valg av modell for verdsettingen av produktet. Dessuten baserer uttalelsen seg på gamle regler og vurderer ikke hvorvidt formidling av produktet ville ha vært i strid med de någjeldende reglene om god forretningsskikk. Den nye loven var ennå ikke vedtatt på tidspunktet for uttalelsen, og det var også usikkert om verdipapirhandelloven i hele tatt fikk anvendelse på slike produkter, jf. punkt 1.2.2. Jeg kommer tilbake til uttalelsen i punkt 4.5.6.

Konklusjonen må etter min mening være at det som hovedregel kan stilles krav til at den forventede avkastningen i de finansielle instrumentene et foretak formidler, er positiv.

4.2.3 Er kravet absolutt?

I visse tilfeller må det kanskje gjøres unntak fra kravet til positiv forventet avkastning. For det første kan man ikke utelukke at en investor kan være interessert i et produkt som i noen få tilfeller vil gi en stor avkastning, men der risikoen for tap generelt er så stor at den forventede avkastningen (dvs. gjennomsnittsavkastningen) er negativ. Et slikt produkt vil imidlertid minne mer om ”gambling” enn investering, og jeg antar at dette unntaket i den grad det overhodet må oppstilles, har svært begrenset rekkevidde⁵⁹.

For det andre må det antageligvis gjøres unntak hvis investoren kjøper et produkt for å *sikre*⁶⁰ en annen investering. Hvis det nye produktet reduserer den totale risikoen betydelig, uten at den totale forventede avkastningen blir vesentlig redusert, må man kanskje kunne godta en viss negativ forventet avkastning på det enkelte produkt. På den andre siden

⁵⁹ Lotto er et klassisk eksempel på en slik konstruksjon. Man har en liten mulighet for å vinne en svært stor gevinst, men siden bare halvparten av innsatsen går til premier (resten går til kultur og idrett), vil spillerne forventningsmessig (dvs. i gjennomsnitt) tape halvparten av innsatsen

⁶⁰ Å sikre betyr her å redusere risikoen.

utvikles investeringsprodukter neppe bare med tanke på sikring, og dermed vil kravet til positiv avkastning likevel gjelde der produktet formidles isolert.

4.2.4 Må det stilles strengere krav?

Jeg har antatt at en kundes investeringsmål alltid går ut på positiv avkastning. Mer generelt må man kunne anta at en investor ikke bare foretrekker positiv avkastning, men høyest mulig avkastning. Dette uttrykkes ofte som en forutsetning om at investorer er rasjonelle⁶¹.

Bildet modifiseres imidlertid av risikoen som tas. Reelle hensyn taler for at en investor bør kunne kreve høyere forventet avkastning jo høyere risikoen i produktet er. Det samme må sies å følge av det grunnleggende hensynet til kundenes interesser, jf. vphl. § 10-11⁶².

Spørsmålet er dermed om man ved å sammenlikne et produkt med alternative investeringer må stille et enda strengere krav til den forventede avkastningen. Sammenlikner man for eksempel med banksparing, som i utgangspunkt regnes som en risikofri investering⁶³, kan det anføres at en investor som tar risiko, bør kunne kreve høyere forventet avkastning enn forventet bankrente i investeringsperioden. Slik jeg ser det, er det imidlertid svært usikkert om et så strengt krav kan oppstilles på generell basis.

4.2.5 Bevissspørsmål

I praksis vil det ofte være tvil om hva den forventede avkastningen til et finansielt instrument er. Hvorvidt en finansmodell kan legges til grunn som bevis, er usikkert, og

⁶¹ Eide/Stavang (2005), s. 51.

⁶² I finanst teori antas det at man alltid skal velge den porteføljen som gir minst risiko for en gitt forventet avkastning. For at noen skal akseptere en økt risiko, må altså også den forventede avkastningen økes. Se for eksempel Copeland/Weston (1992), s. 85 flg.

⁶³ I våre dager må det riktignok tas forbehold om at banken kan bli satt under offentlig administrasjon, men innskudd opp til 2 millioner kroner er garantert av bankenes sikringsfond, jf. banksikringsloven § 2-10 (1) jf. (2) og kan følgelig anses som risikofrie.

dette vil bare være ett av mange argumenter. Der to modeller gir ulikt svar, vil man antageligvis være like langt. Der markedet selv benytter en modell, bør derimot denne kunne legges til grunn, da verdien modellen gir, vil reflekteres i markedsprisene.

4.2.6 Konklusjon

Det må kunne oppstilles et minstekrav om at den forventede avkastningen til et investeringsprodukt er positiv. Den forventede avkastningen bør videre ses i sammenheng med risikoen investeringen innebærer, slik at kravet til forventet avkastning kanskje skjerpes noe med økende risiko. Hvorvidt man i tillegg må kunne kreve at den forventede avkastningen er høyere enn ved andre mindre risikable investeringer, er imidlertid slik jeg ser det, usikkert. Et slikt krav vil objektivt sett være i kundenes interesse, men forutsigbarhet for aktørene taler for ikke å strekke reglene så langt.

Kravet til forventet avkastning vil bli eksemplifisert under avsnitt 4.5 om sammensatte produkter.

4.3 Innholdet i krav til kostnadene

4.3.1 Innledning

Med bakgrunn i vphl. § 10-11 og Kredittilsynets praksis konkluderte jeg i forrige kapittel med at det må kunne stilles krav til de totale kostnadene forbundet med en investering i produktet. Hvis en for stor andel av det innbetalte beløp går bort til å dekke kostnader, vil avkastningspotensialet reduseres. Dette kravet kan dermed sees i sammenheng med kravet til forventet avkastning. Kravet til kostnadene er imidlertid ikke avhengig av usikkerhet om den framtidige utviklingen og er således lettere å anvende.

Videre må det stilles krav til at det er rimelig forhold mellom vederlaget eller honoraret til verdipapirforetaket og den merverdi foretaket tilfører.

Målet med drøftelsen i dette avsnittet er å oppstille en øvre grense der kostnadene må anses som for høye til å være i samsvar med reglene om god forretningsskikk, og en nedre grense der kostnadene er innenfor det lovlige.

4.3.2 Hvilke kostnader omfattes?

Kostnadene i forbindelse med investering i et finansielt instrument kan grovt sett deles i to: utgifter i forbindelse med utstedelse, tilrettelegging, distribusjon og markedsføring, og provisjon eller honorarer til verdipapirforetaket eller andre som bistår. Ved vurderingen av kravet til totale kostnader bør *alle* kostnader regnes med. Ved vurdering av vederlaget til foretaket bør provisjoner og honorarer vurderes i hvert ledd i kjeden dersom det er ulike foretak som står for utstedelse, tilrettelegging, distribusjon og markedsføring.

Som nevnt i punkt 1.2.2 er noen finansielle instrumenter organisert som investeringsselskaper med begrenset levetid og investeringsmandat, der aksjene er ikke-noterte. Ved kjøp av aksjer i slike selskaper vil gjerne tegningskostnader og liknende betales av kunden, mens andre kostnader betales av investeringsselskapet i henhold til avtaler med tilrettelegger, rådgiver og distributør.

Selv om kostnader for selskapet ikke formelt sett er kostnader for kunden, taler reelle hensyn for å regne med alle kostnadene når man skal vurdere produktet i lys av reglene om god forretningsskikk. Særlig må dette gjelde ren provisjon investeringsselskapet betaler til verdipapirforetaket eller andre. Der provisjonen betales av investeringsselskapet, vil den uansett føre til at lønnsomheten for kunden reduseres. Dessuten vil det være uheldig med en ordning der man kan komme unna lovens regler med formelle tilpasninger.

Til slutt må kostnadene ses i forhold til investert beløp og ikke eksponert beløp⁶⁴.

⁶⁴ Jf. brev til Totalvekst ASA, s. 11.

4.3.3 Når er kostnadene for høye?

Ved fastleggelsen av hva som helt sikkert må anses som for høye kostnader, gir Kredittilsynets vedtak mot Caveo ASA og Totalvekst ASA klare holdepunkter. Det understrekes i vedtakene at det bare er de groveste tilfellene som medfører inngripende tiltak fra myndighetenes side⁶⁵. Dermed må man anta at eksemplene på kostnader i disse vedtakene er godt over grensen for det lovlige, siden vedtakene medførte tilbakekall av konsesjon.

Som eksempel på hva som må anses som for høye totale kostnader, trekker Kredittilsynet fram eksempler der de totale kostnadene utgjør 31,75 %⁶⁶ og 37,5 %⁶⁷ av investert beløp. Mer generelt sies det at det er klar sannsynlighetsovervekt for at foretaket ikke har anbefalt det beste av sammenliknbare produkter der de totale kostnadene utgjør over 30 % av investert beløp⁶⁸. På dette grunnlag bør totale kostnader over 30 % anses som for høyt, både fordi kunden kunne oppnådd samme eksponering rimeligere andre steder, og fordi mulighetene for positiv avkastning blir vesentlig redusert.

Når det gjelder vederlaget til verdipapirforetaket, anses et distribusjonshonorar på 8-9 % som for høyt, særlig tatt i betraktning at foretaket ikke tilfører noen merverdi ved distribusjon. Det pekes også på at et foretak har hatt brutto gjennomsnittlige provisjonsinntekter på rundt 6 %⁶⁹. Det går ikke klart fram om 6 % er for høyt i seg selv, men der foretaket bare distribuerer produktet, er 8-9 % helt sikkert for høyt.

⁶⁵ Jf. begge vedtakene, s. 1.

⁶⁶ Jf. Brev til Caveo ASA, s. 4.

⁶⁷ Jf. Brev til Totalvekst ASA, s. 5.

⁶⁸ Jf. Brev til Totalvekst ASA, s. 19.

⁶⁹ Jf. Brev til Caveo ASA, s. 13.

4.3.4 Hva er tillatt nivå?

Ved fastleggelsen av en nedre grense der kostnadene med sikkerhet er innenfor det lovlige, er det naturlig å skjele hen til alternative investeringer. Verdipapirfond har vært i markedet i en årrekke uten å møte sanksjoner på grunn av kostnadene. Det kan derfor anføres at kostnader i samme størrelsesorden som kostnadene forbundet med en investering i verdipapirfondsandeler vil tilfredsstille lovens krav. Ved en investering i et verdipapirfond påløper vanligvis et tegningsgebyr på opptil 3 % av investert beløp og et årlig forvaltningshonorar på opptil 2 % ⁷⁰. Totale kostnader i denne størrelsesorden må dermed anses som innenfor det lovlige.

Beløpet som tilfaller verdipapirforetaket skal sees i forhold til merverdien foretaket tilfører. Man må kunne anta at forvaltningshonoraret i et verdipapirfond i sin helhet tilfaller forvaltningsselskapet. Selskapet driver utstrakt virksomhet for å forsøke å gi andelseierne en meravkastning i forhold til den generelle markedsutviklingen, noe som dermed forsvarer et forvaltningshonorar på 2 % årlig, jf. over.

Der det ikke finner sted noen forvaltning, vil derimot 2 % kanskje måtte anses som noe høyt. Til sammenlikning har for eksempel såkalte indeksfond som bare kopierer hovedindeksen på børsen og ikke foretar noen forvaltning utover dette, ofte forvaltningsgebyr ned i mot 0,5 %.

Der det finansielle instrumentet omsettes i et marked, vil merverdien et verdipapirforetak tilfører ved å formidle instrumentet, ligge i markedstilgangen ⁷¹. Ved aksjehandel utgjør derfor kurtasjen vanligvis bare 0,1-0,15 % av investert beløp.

⁷⁰ Jf. finansportalen.no

⁷¹ Aksjehandel på børsen krever som tidligere nevnt medlemsskap.

Når det gjelder beløpet som tilfaller verdipapirforetaket vil altså den nedre grense der man er innenfor det lovlige, ligge mellom 0 og 2 %, avhengig av hvilken merverdi foretaket tilfører.

4.3.5 Hvor går grensen?

I de forrige punktene tar jeg til orde for at tegningsgebyr på 3 % og forvaltningsgebyr på 2 % er innenfor det lovlige, mens totale kostnader på 30 % og distribusjonshonorar på 8-9 % ikke tilfredsstiller kravene til god forretningsskikk. Spørsmålet er dermed hvor grensen går.

Det er ikke lett å besvare dette spørsmålet generelt. Vurderingen vil være konkret, der viktige momenter er hva kostnadene skal dekke, og hvorvidt kostnadene reduserer avkastningspotensialet vesentlig.

I Kredittilsynets vedtak mot Glitnir Privatøkonomi AS vises det til et eksempel der kostnadene utgjør på 21,1 % av investert beløp. Det tas ikke stilling til om dette isolert sett er for høyt, men eksempelet kan likevel trekke i retning av at grensen for de totale kostnadene bør gå nærmere 20 % enn 30 %.

Når det gjelder honorarer, vil det slik jeg ser det, være naturlig å legge grensen lavere enn de 8-9 % Kredittilsynet opererer med, også der foretakets innsats er betydelig. Sett hen til forvaltningsgebyr i et verdipapirfond, mener jeg honorarer over 5 % er i faresonen.

Forutsigbarhet for aktørene taler for at man ikke strekker reglene for langt. På den annen side tyder foretakenes svært store inntekter de siste årene på at kundenes interesser kanskje ikke er ivaretatt på beste måte, og at det derfor kan være behov for innstramning i bransjepraksis.

4.3.6 Konklusjon

Totale kostnader over 30 % og honorarer opp mot 10 % av investert beløp er ikke forenlig med reglene om god forretningsskikk. På den andre siden vil kostnader og honorarer tilsvarende de som er forbundet med en investering i et verdipapirfond, være lovlig. Etter min mening vil totale kostnader over 20 % og honorarer over 5 % antageligvis være på grensen av det tillatte.

4.3.7 Eksempel: Global Eiendom Utbetaling 2008 AS

Acta-selskapet Global Eiendom Utbetaling 2008 AS (heretter "Selskapet") er et investeringsselskap med mandat til å investere i diverse eiendom i Europa og Nord-Amerika. Prospekt er tilgjengelig på Actas sider⁷². En investering i Selskapet vil for Actas kunder primært skje ved tegning av aksjer i en emisjon. Selskapet vil belåne eiendomsinvesteringene med mellom 55 % til 85 % av prosjektpriis. Jeg vil i det følgende vurdere kostnadene som påløper ved en investering i Selskapet, opp i mot kravene til kostnadene oppstilt over.

Kunden betaler et tegningsgebyr på 2 % av tildelt beløp ved emisjonen⁷³. Isolert sett må dette være i orden sammenliknet med et tegningsgebyr på inntil 3 % i et verdipapirfond.

I forbindelse med emisjonene betaler Selskapet et honorar til Acta på 3 % av beregnet totalkapital (egenkapital og lån) basert på en forutsetning om en gjeldsandel på 70 %. Videre betales et honorar på 3 % av faktisk totalkapital (egenkapital og lån) ved eiendoms kjøp. I tillegg kommer andre faste kostnader på ca. 0,5 millioner kroner. Ut i fra Actas egne beregninger i Prospektet utgjør de totale engangskostnadene for Selskapet da 19-20 % av brutto proveny fra emisjonen⁷⁴.

⁷² <http://www.acta.no/category403.html?expand=1>.

⁷³ Jf. Prospektet, s.

⁷⁴ Jf. Prospektet, s. 23.

Videre påløper løpende forvaltningshonorarer på 0,35 % av samlet markedsverdi av eiendommene. Med en gjeldsgrad på 70 % utgjør dette dermed ca. 1,16 % av investert beløp. Acta skal også ha et suksesshonorar på 15 % av all avkastning over 9 %⁷⁵.

Til slutt kommer løpende driftkostnader for eiendommene, herunder en managementavtale med ABG Sundal Collier Real Estate AS.

For kunden vil de totale kostnadene forbundet med investeringen utgjøre godt over 20 % av investert beløp. Kostnadene forbundet med en investering i Selskapet er dermed slik jeg ser det, tett opptil grensen for hva som kan sies å være i tråd med god forretningsskikk, hvis ikke over.

Beløpet som betales til Acta, kalles honorarer i prospektet, men det framgår at dette også skal dekke kostnader Acta har. Det er dermed ikke grunnlag for å vite hvor stor andel av det investerte beløpet som faktisk tilfaller foretaket, og det er følgelig vanskelig å ta stilling til om dette kravet er overholdt.

Kredittilsynet foretok stedlig tilsyn hos Acta i sommer. Rapporten fra det stedlige tilsynet er ikke klar ennå, men i en pressemelding fra Kredittilsynet 15. oktober 2008 opplyses det at selskapet får kritikk og antageligvis pålegg om retting. Forholdene som ble avdekket, er imidlertid ikke så graverende at det gir grunnlag for tilbakekall av konsesjon.

Gebyrstrukturen i Global Eiendom Utbetaling 2008 AS er representativ for Acta-selskaper generelt. Det er grunn til å tro at så høye kostnader minst vil bli gjenstand for kritikk og kanskje også pålegg om retting.

⁷⁵ Jf. Prospektet, s. 60.

4.4 Innholdet i kravet til likviditet

4.4.1 Innledning

I forrige kapittel anførte jeg at reglene om god forretningsskikk også innebærer at kunden bør ha visse muligheter for å komme seg ut av investeringen på et tidligere tidspunkt enn det som først var planen. Dette innebærer i tilfelle at det må stilles visse krav til likviditet i produktet, da det ellers kunne være uegnet som investeringsprodukt.

4.4.2 Er kravet absolutt?

Formelt sett er det adgang til å avtale omsetningsbegrensninger. Et krav til likviditet bør følgelig ikke omfatte formelle omsetningsbegrensninger. Videre kan det anføres at hvis foretaket kan formidle produkter med avtalte omsetningsforbud, må det også kunne formidle lite likvide produkter.

På den andre siden får kunden ved å avtale et omsetningsforbud klar beskjed om at produktet ikke kan avhendes før investeringsperioden er over, mens en tilsvarende opplysning om at produktet er lite likvid ikke nødvendigvis kommer like klart fram. Siden finansielle instrumenter vanligvis er lett omsettelige, kan kundens forventning om at produktet kan avhendes, tale for at det likevel må oppstilles visse minstekrav til likviditet, der ikke annet følger uttrykkelig av opplysninger som blir gitt.

Slik jeg ser det, må konklusjonen være at det ikke kan oppstilles et generelt krav til likviditet i produktet. Etter omstendighetene bør det imidlertid kunne stilles visse minstekrav til likviditeten i produktet, der produktet formelt sett er omsettelig, og der kunden har en berettiget forventning om at produktet kan avhendes. I det følgende vil jeg se på noen eksempler der hensynet til likviditet taler for å oppstille et slikt krav.

4.4.3 For høye engangskostnader

I Kredittilsynets praksis anføres det at et produkt på grunn av høye engangskostnader rent faktisk vil være illikvid, fordi kundens mulighet til å komme seg ut på et tidlig tidspunkt uten å lide tap er svært begrenset⁷⁶. Hvis produktet formelt sett er omsettelig, og kunden altså innretter seg etter dette, taler reelle hensyn for at produktet også rent faktisk bør kunne avhendes uten tap.

På dette grunnlaget mener jeg det bør kunne oppstilles et krav om at produktets engangskostnader ikke kan være så høye at kunden ved å avhende produktet på et tidligere tidspunkt enn først planlagt helt sikkert lider tap. Kravet overlapper til dels det generelle kravet om at de totale kostnadene ikke kan være for høye. Siden hensynet bak kravet til engangskostnadene er muligheten til å komme seg ut av investeringen, behandler jeg det likevel under likviditet. Dessuten kan engangskostnadene gjøre produktet illikvid, uten at de totale kostnadene er i strid med kravet i forrige avsnitt.

Hvor grensen går for kravet om at engangskostnadene ikke kan være for høye, er usikkert. Kravet bør imidlertid være strengere enn kravet til de totale kostnadene. I forrige avnitt antok jeg at totale kostnader på 20 % er i faresonen. Jeg antar derfor at engangskostnader på *over* 20 % av investert beløp vil begrense mulighetene for å avhende produktet i en slik grad at produktet vil være i strid med reglene om god forretningsskikk.

4.4.4 Fornebu Boligspare AS

Aksjer i selskapet Fornebu Boligspare AS ble markedsført og solgt av Acta fra 2001. En investering i selskapet skulle gi aksjonærene overskuddet som vanligvis tilfaller eiendomsutvikleren, og i tillegg ville man få mulighet til å kjøpe en leilighet⁷⁷. Ved kjøp av aksjer i selskapet påtok imidlertid aksjonærene seg ansvaret for risikoen i prosjektet, uten at

⁷⁶ Jf. brev til Totalvekst ASA, s. 10.

⁷⁷ Konseptet er forklart i følgende artikkel i Aftenposten.

<http://www.aftenposten.no/forbruker/bolig/article204393.ece>.

det ble gitt tidsfrister for når boligene skulle stå ferdig eller garantier vedrørende kostnadene forbundet med utbyggingen. I dag er deler av byggeprosjektet fortsatt ikke startet fordi det er usikkert om markedsverdien av boligene vil overstige byggekostnadene. I mellomtiden har de som har investert i selskapet, måttet betale inn betydelige beløp for tomteandelene. Aksjene i selskapet kan formelt sett overdras, men i praksis er det umulig å komme seg ut av investeringen⁷⁸.

Generelt sett er det mye som taler for å anse selskapskonstruksjoner av denne typen som uegnet eller uhensiktsmessig som investeringsprodukt. Avtalevilkårene gjør at investorene er låst fast i prosjektet uten mulighet for å komme seg ut. Resultatet må dermed sies å være i strid med kravet om at kunden bør ha reelle muligheter for å komme seg ut av investeringen, der det formelt sett er adgang til det.

Når det gjelder Fornebu Boligspare AS konkret, har jeg imidlertid ikke grunnlag for å si at dette produktet ville være i strid med dagens regler om god forretningsskikk, da min vurdering bare baserer seg på to avisartikler.

4.4.5 Konklusjon

Noe minstekrav til likviditet kan ikke oppstilles på generelt grunnlag. Reelle hensyn taler imidlertid for at det må være visse reelle muligheter for å avhende produktet før investeringsperioden er over, der det formelt er adgang til å avhende produktet, og der kunden har innrettet seg etter dette.

4.5 Særlig om sammensatte spareprodukter

Sammensatte spareprodukter har både vært utbredt og utskjelt, og jeg har derfor besluttet å vie oppmerksomheten i den siste delen av oppgaven til slike produkter.

⁷⁸ Opplysningene er hentet fra følgende artikkel i Aftenposten/E24. <http://e24.no/boers-og-finans/article2624129.ece>.

4.5.1 Må enkeltkomponentene i produktet vurderes særskilt?

Et sammensatt produkt består vanligvis av en innskudds- eller obligasjonsdel og en derivatdel. I kapittel 1 drøftet jeg om reglene om god forretningsskikk kommer til anvendelse på sammensatte produkter. Dette må anses avklart ved endring i forskrift om sammensatte produkter av 12. februar 2008, jf. over.

Det har imidlertid også vært diskusjon om produktene materielt sett skal anses som et eller to produkter. Kredittilsynet har tatt til orde for at elementene i disse produktene må vurderes selvstendig i henhold til reglene i verdipapirhandelloven⁷⁹. FNH har vært sterkt kritiske til en slik tolkning og mente i alle fall tidligere at sammensatte produkter må vurderes som ett produkt⁸⁰.

Reelle hensyn taler imidlertid også for at elementene må vurderes separat, slik at utsteder av produktet ikke kan omgå reglene som gjelder for ett produkt ved å sette det sammen med et annet. Dessuten vil alternativet til å kjøpe et sammensatt produkt være å investere en del av beløpet i et derivat og sette resten på en bankkonto. Dette taler også for å vurdere enkeltkomponentene for seg.

Man kan likevel ikke se bort i fra hvilken investering produktet samlet gir. Særlig må dette gjelde når den samlede risikoen er høyere enn risikoen til enkeltkomponentene⁸¹. Selv om enkeltelementene tilfredsstiller lovens krav, er det ikke sikkert at de til sammen utgjør et egnet produkt.

Konklusjonen må slik jeg ser, det være at både enkeltkomponentene og det samlede produktet må tilfredsstille lovens krav til god forretningsskikk.

⁷⁹ Jf. Kredittilsynets brev av 25. september 2006, jf. punkt 1.2.2.

⁸⁰ Jf. Brev til Kredittilsynet fra FNH av 8. mai 2002.

⁸¹ Dette synspunktet har støtte i reglene om hvilke opplysninger som skal gis, jf. vpfl. § 10-13 (3).

4.5.2 Innskudds- eller obligasjonsdelen

Det første elementet i et sammensatt produkt er innskudds- eller obligasjonsdelen (heretter kalt innskuddsdelen). Innskuddsdelen skal sikre en minimumsutbetaling når investeringsperioden er over. Innskuddsdelen plasseres derfor på konto eller i papirer med vanlig risikofri rente⁸².

Innskuddsdelen må følgelig sammenliknes med et vanlig kontoinnskudd eller en obligasjon, som begge er produkter som tilbys i markedet uten omkostninger. Det bør derfor ikke være adgang til å ta gebyrer for innskuddsdelen av produktet, noe som også vil være i henhold til Kredittilsynets tolkning om at foretaket skal tilby det beste av tilgjengelige produkter. Det samme må følge av kravet om at kostnadene skal være i samsvar med merverdien foretaket tilfører.

Noe krav til at renten skal være den beste tilgjengelig i markedet, kan derimot ikke oppstilles. Det er helt vanlig at bankene har ulike innskuddsrente, da dette er et område som vanligvis reguleres ved konkurranse. Det kan imidlertid anføres at renten av hensyn til kundens interesser ikke kan være urimelig lav.

4.5.3 Derivatdelen

Den delen av beløpet som ikke går til å sikre utbetalingen av det garanterte beløpet⁸³, kan plasseres i derivater. Et vanlig derivat er en kjøpsopsjon med en aksjekurv eller en råvareindeks som underliggende. Dersom underliggende stiger i verdi, vil opsjonen gi en

⁸² Dersom utbetalingen som sikres, er lik beløpet som investeres, har produktene ofte blitt kalt garanterte spareprodukter. Betegnelsen er etter mitt skjønn misvisende, fordi garantien gjelder et nominelt beløp, mens den reelle verdien av dette beløpet når det utbetales, er mye lavere. Bakgrunnen er at man går glipp av renteinntektene man alternativt kunne fått på en bankkonto. For å oppnå et beløp på for eksempel 100 kr om 5 år, trenger man bare å sette rundt 80 kr i banken i dag (avhengig av renten). Den reelle verdien av 100 kr om 5 år er dermed 80 kr i dag.

⁸³ I eksempelet i forrige note vil det være igjen ca. 20 kr.

positiv utbetaling. Dersom underliggende synker i verdi, gir opsjonen 0 i utbetaling, og kunden sitter bare igjen med det garanterte beløpet.

Isolert sett bør derivatdelen ha en forventet positiv avkastning, jf. avsnitt 4.2. Siden det ikke bør være anledning til å ta gebyrer for innskuddsdelen, må gebyrenes størrelse dessuten ses i forhold til den andelen som investeres i derivatdelen. Dette synspunktet er beslektet med Kredittilsynets standpunkt om at gebyrene må ses i forhold til investert beløp og ikke eksponert beløp⁸⁴.

4.5.4 Lånefinansiering

En del banker og verdipapirforetak har tilbudt lånefinansiering av sammensatte produkter. Det følger forutsetningsvis av forskrift om sammensatte produkter § 8 at lånefinansiering av sammensatte produkter i seg selv ikke er forbudt. Det samme er lagt til grunn av Bankklagenemnda i uttalelse 2007-050, som jeg kommer tilbake til. Problemet er imidlertid at lånefinansiering ofte leder til et *resultat* som vanskelig lar seg forene med lovens regler om god forretningsskikk.

Hvis det sammensatte produktet er 100 % lånefinansiert, vil investeringen kunden i realiteten foretar, være en lånefinansiert investering i derivatdelen. Når det gjelder innskuddsdelen, vil denne ved lånefinansiering i prinsippet gå i 0. Man låner penger som deretter lånes tilbake til utsteder av produktet i form av et innskudd eller en obligasjon. At långiver og utsteder eventuelt er to ulike juridiske personer, kan ikke være avgjørende.

I den grad lånet gis til en høyere rente enn den man får på innskuddet, slik at utsteder og långiver til sammen tar en rentemargin for innskuddsdelen, vil en lånefinansiert formidling av produktet, slik jeg ser det, være klart lovstridig. Et lånefinansiert innskudd er i realiteten ingenting og bør dermed heller ikke koste noen ting. Dette må følge både av den rettslige standarden ”god forretningsskikk” og av de spesielle reglene jeg har satt opp om krav til

⁸⁴ Jf. brev til Totalvekst ASA, s. 5.

kostnader og positiv forventet avkastning. På dette punktet kan jeg for øvrig ikke se at rettstilstanden er endret, og jeg antar at det samme må være løsningen etter verdipapirhandelloven (1997) § 9-2, selv om det faller utenfor denne oppgaven å besvare dette spørsmålet.

Der produktet er delvis lånefinansiert, vil konklusjonen antageligvis ikke være like bastant, selv om resonnementet er det samme for den delen av innskuddet som må anses som lånefinansiert.

Når det gjelder derivatdelen, er en lånefinansiert investering i et derivat ikke problematisk i seg selv. Både kravet til positiv forventet avkastning og kravet til kostnadene vil imidlertid bli skjerpet fordi det påløper rentekostnader. Der derivatdelen isolert sett gir lavere forventet avkastning enn risikofri rente, vil en lånefinansiering av produktet gi en negativ avkastning pga. rentekostnaden, og i slike tilfeller vil også lånefinansiering av derivatdelen være i strid med reglene om god forretningsskikk, jf. punkt 4.2.

4.5.5 Konklusjon

De generelle kravene jeg mener bør kunne stilles til finansielle instrumenter som formidles av verdipapirforetak, er strenge når de anvendes på sammensatte spareprodukter. Slik jeg ser det, er de likevel rimelige.

Et sammensatt spareprodukt består som regel av et innskudd og en investering i et derivat. Kunden bør dermed ikke stilles verre enn om han nettopp foretok et innskudd og et kjøp av et derivat. Enkeltelementene i produktene må følgelig vurderes isolert i henhold til reglene om god forretningsskikk. At bransjen har satt disse produktene sammen og markedsført det som ett produkt, kan ikke være avgjørende.

Enkeltelementene i produktet må tilfredsstille de oppstilte krav til forventet positiv avkastning. Videre må det stilles krav til kostnadsstrukturen i produktet. Kostnadene må

vurderes i forhold til andelen som går til derivatdelen. Siden denne andelen ofte er relativt liten, vil grensen for totalkostnadene være lav sett i forhold til det totale investerte beløpet.

Hvis innskuddsdelen i det sammensatte produktet lånefinansieres, og utsteder og långiver til sammen tar en rentemargin, vil dette være et klart brudd på regler om god forretningsskikk. Et slikt arrangement er ikke i noen kundes interesse, det er ikke egnet til å ivareta noe tenkelig investeringsmål, og det er ikke hensiktsmessig.

4.5.6 Praktisk eksempel: DnB AIO Sektor 2000/2006

Innledning

Jeg vil i det følgende vurdere om produktet DnB AIO Sektor 2000/2006 (DnB-produktet), som ble utstedt og distribuert av DnB i år 2000, tilfredsstiller kravene jeg mener bør kunne stilles til produktene, med hjemmel i vphl. § 10-11⁸⁵. Bakgrunnen for at jeg har valgt dette produktet, er at det har vært gjenstand for oppmerksomhet i en rekke økonomiske artikler⁸⁶, og at Bankklagenemndas uttalelse 2007-050 dreier seg om en klage på produktet.

Produktet var en såkalt aksjeindeksert obligasjon (AIO), dvs. en obligasjon med 0 i rente og med en mulig positiv avkastning fra tre aksjeindekser. En AIO omfattes av forskrift om sammensatte produkter, jf. § 2 a), fordi den i realiteten består av en innskuddsdel som sikrer utbetaling av det nominelle beløpet ved forfall, og en derivatdel som skal gi mulighet for positiv avkastning.

I DnB-produktet var derivatdelen en opsjon på et vektet snitt av de tre Dow Jones-indeksene Helse, Telekommunikasjon og Bank. Dersom avkastningen på de tre indeksene i snitt var positiv over perioden, ville derivatdelen gi en utbetaling på snittavkastningen

⁸⁵ Prospektet fins på https://www.dnbnor.no/markets/indeksobligasjoner_bma/prospekter/dnbm.html under navnet DnB AIO Sektor 00/06.

⁸⁶ Jf. omtalen av kildene i kapittel 2.

multiplisert med innbetalt beløp. Dersom snittavkastningen var negativ, ville utbetalingen på derivatdelen bli 0.

Debatten om produktets forventede avkastning og Bankklagenemndas uttalelse

På initiativ fra bladet Dine Penger ble det i 2006 foretatt en økonomisk analyse av produktet som ble publisert i Dine Penger, nr. 7 for 2006⁸⁷. Artikkelforfatterne Steen Koekebakker og Valeri Zakamouline konkluderte med at produktet ga en forventet avkastning som lå marginalt over risikofri rente, med optimistiske anslag for risikopremien i de underliggende indeksene⁸⁸. Ved mer konservative anslag lå forventet avkastning under risikofri rente. Ved lånefinansiering var forventet avkastning negativ.

På bakgrunn av artikkelen klagde en av kundene som hadde kjøpt produktet, DnB NOR⁸⁹ inn for Bankklagenemnda. I anledning saken utarbeidet DnB NOR en analyse som konkluderte positivt om produktets lønnsomhet⁹⁰. Som nevnt i avsnitt 4.2 konkluderte Bankklagenemnda med at produktet ikke var ulovlig alene på det grunnlag at det var lånefinansiert. Utover dette fant man ikke grunnlag for å gå inn på verdsettingen av produktet.

Vurdering av produktet ved lånefinansiering

Ifølge Bankklagenemndas uttalelse tok kunden opp et fastrentelån hos DnB på 100 000 kr til 7,95 % rente for å finansiere investeringen. Pengemarkedsrenten lå ved investeringens start på 6,77 %⁹¹. Banken tok altså en rentemargin på 1,18 %⁹² for innskuddsdelen. Tatt i betraktning at plasseringen i innskuddsdelen ikke har noen funksjon overhodet utover

⁸⁷ Artikkelen ble også publisert i en noe modifisert versjon i tidsskriftet Praktisk økonomi og finans – 2006 nr. 04. Det er denne versjonen jeg benytter i det følgende.

⁸⁸ Jf. Koekebakker & Zakamouline (2006), s. 83.

⁸⁹ DnB hadde i mellomtiden fusjonert med Gjensidige NOR.

⁹⁰ Jf. Bankklagenemndas uttalelse 2007-050.

⁹¹ Ved henvendelse til Nordea Markets fikk jeg opplyst at 6 års NIBOR var 6,77 % den 24. november 2000.

⁹² Koekebakker & Zakamouline legger til grunn 6,3 % rente på Statsobligasjoner, noe som gir en differanse på 1,65 %.

rentemarginen til banken, anser jeg dette som et klart brudd på reglene som nå gjelder om god forretningsskikk.

Reelle hensyn taler for å anse et slikt arrangement som lovstridig også etter reglene som gjaldt da produktet ble solgt. Både finansavtalelovens frarådningsplikt, jf. § 47 og finansieringsvirksomhetslovens opplysningsplikt, jf. § 2-11 trekker i denne retningen. Vurderingen etter de gamle reglene faller imidlertid utenfor oppgavens tema, og jeg går derfor ikke nærmere inn på dette.

Uttalelsen fra Bankklagenemnda kom etter vedtakelsen av forskrift om sammensatte produkter og Kredittilsynets uttalelse om at enkeltkomponentene i slike produkter må vurderes separat. I lys av hva en slik investering reelt sett innebærer, er det slik jeg ser det, derfor grunn til å være kritisk til Bankklagenemndas uttalelse i saken.

Bankklagenemnda har varslet at de kommer med en prinsipputtalelse om sammensatte produkter i løpet av høsten. I den forbindelse har professor Thore Johnsen ved NHH blitt bedt om å gjøre en vurdering av blant annet DnB-produktet. I rapporten fra 17. august 2008 gir hans analyser støtte til Koekebakker og Zakamoulines konklusjon om at lånefinansiert investering i produktet hadde en forventet negativ avkastning på tidspunktet da investeringen ble foretatt⁹³.

Som anført over mener jeg et 100 % lånefinansiert innskudd med en rentemargin for banken ikke kan forsvares, uavhengig av hvilken forventet avkastning produktet ellers måtte gi, fordi man i et slikt tilfelle alltid kommer bedre ut ved bare å kjøpe derivatdelen. Under enhver omstendighet vil lånefinansiering ifølge rapporten fra Thore Johnsen gi produktet en negativ forventet avkastning, og dette er dermed i strid med kravet oppstilt i avsnitt 4.2.

⁹³ Rapporten har blitt publisert på nrk.no.

Vurdering av produktet der investeringen finansieres med egenkapital

Koekebakker og Zakamouline konkluderer med at produktet bare gir en marginalt bedre positiv forventet avkastning enn risikofri rente ved egenkapitalfinansiering, og da med optimistiske anslag for risikopremien i de underliggende indekser. Samtidig understrekes det at risikoen for tap er stor, og at produktet derfor ikke gir den forventede avkastningen kunden burde kunne forlange⁹⁴.

Legger man disse beregningene til grunn, er det mye som tyder på at kunden kan oppnå bedre avkastning med lavere risiko gjennom andre investeringer. Slik jeg ser det, er det likevel ikke grunnlag for å konkludere med at den forventede avkastningen var så lav at den ville være i strid kravet jeg stilte opp i avsnitt 4.2. For det første er det usikkerhet rundt verdsettingsmetoden, og for det andre er det usikkert om det bør kunne kreves meravkastning utover den risikofrie renten.

Vurdering av kostnadene

Det er sparsomt med opplysninger i prospektet om kostnadene forbundet med investeringen. Tegningsgebyret som for investeringer under 1 million kroner utgjorde 4,5 % av investert beløp, bør etter min mening, ses i forhold til derivatdelen. I følge Koekebakker og Zakamouline var andelen av investert beløp som gikk til derivatdelen 33,67 %⁹⁵. Tegningsgebyret utgjør således 13,37 % av beløpet som gikk til derivatdelen. Uten ytterligere opplysninger om kostnader er det dermed ikke grunnlag for å konkludere med at kostnadene i produktet var i strid med kravet om at totale kostnader ikke må være for høye.

Konklusjon

Selv om den nye verdipapirhandelloven ikke var vedtatt da produktet DnB AIO Sektor 2000/2006 ble solgt, er det et interessant eksempel fordi produktet har fått stor oppmerksomhet fra flere hold.

⁹⁴ Jf. Koekebakker & Zakamouline (2006), s. 83.

⁹⁵ Jf. Koekebakker & Zakamouline (2006), s. 81.

Det er ikke grunnlag for å si at produktet hadde en kostnadsstruktur som i seg selv gjør det uegnet som investeringsprodukt. Videre er det usikkerhet rundt produktets forventede avkastning på tegningstidspunktet, men ved egenkapitalfinansiering var den forventede avkastningen antageligvis positiv og følgelig ikke i strid med dette kravet.

På bakgrunn av rentemarginen DnB tok ved lånefinansieringen av innskuddsdelen, er den lånefinansierte formidlingen av produktet som er omtalt i Bankklagenemndas uttalelse 2007-050, etter mitt syn klart i strid med reglene om god forretningsskikk i den nye verdipapirhandelloven. Jeg anser det som sannsynlig at det også var i strid med reglene som gjaldt på tidspunktet for salget av produktet.

Skulle det likevel være slik at man ikke kan se på innskuddselementet isolert, ga produktet ved lånefinansiering en negativ forventet avkastning som under enhver omstendighet gjør det uegnet som investeringsprodukt.

Standpunktet i Bankklagenemndas uttalelse 2007-050, der det under henvisning til at lånefinansiering formelt sett ikke er ulovlig, tar ikke hensyn til at slik finansiering kan lede til et resultat i strid med loven, og jeg mener løsningen måtte blitt en annen etter de nye reglene.

5 Oppsummering

En gjennomgang av reglene om god forretningsskikk i verdipapirhandelloven § 10-11 og andre relevante rettskilder viser at det bør kunne stilles minstekrav til produktene et verdipapirforetak formidler. Kravene retter seg mot produktene generelt og vil således ikke være avhengig av den konkrete rådgivnings- eller formidlingssituasjon.

Jeg mener minstekravene kan presiseres slik at det stilles konkrete krav til forventet avkastning og kostnadene forbundet med en investering i et gitt produkt. Etter omstendighetene bør det også kunne stilles visse krav til likviditeten i et produkt, der kunden har innrettet seg på at produktet er omsettelig.

Kravene jeg har oppstilt, er kanskje mer omfattende enn det loven gir grunnlag for. Hensynet til kundenes interesser og bransjens til dels kritikkverdige praksis taler imidlertid for å stille strenge krav som også må omfatte produktene.

Den videre utviklingen på området blir spennende å følge. Det er varslet et gruppesøksmål vedrørende strukturerte produkter⁹⁶. I tillegg vil den tidligere nevnte prinsipputtalelsen fra Bankklagenemnda og praksis fra Kredittilsynet også kunne kaste ytterligere lys over hvordan reglene må forstås.

⁹⁶ Jf. http://www.raeder.no/index.php/no/aktuelt/informasjon/gruppesoeksmaal_vedr_strukturerte_produkter

6 Litteraturliste

6.1 Lovtekst

- Lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven), nr. 75, 29. juni 2007.
- Forskrift til verdipapirhandelloven (Verdipapirforskriften), nr. 876, 29. juni 2007.
- Forskrift om opplysningsplikt ved tilbud om kjøp av sammensatte produkter (Forskrift om sammensatte produkter), nr. 1317, 25. september 2006.

6.2 Forarbeider

- Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) Om lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) og om lov om regulerte markeder (børsloven), 23. mars 2007.
- NOU 2006:3 Om markeder for finansielle instrumenter, 21. februar 2006.
- Høringsnotat: Forskrift om markeder for finansielle tjenester (MiFID-forskriften).
- Høringsmerknader til gjennomføringen av MiFID. Fellesuttalelse fra FNH og Sparebankforeningen m/vedlegg.
<http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/hoeringer/hoeringsdok/2006/Horing-NOU-2006-3-Om-markeder-for-finans/3.html?id=98282>

6.3 EU-kildene

- Direktiv 2004/39/EF om markeder for finansielle instrumenter (MiFID).
- Direktiv 2006/73/EF om gjennomføring av MiFID (Gjennomføringsdirektivet).
- Forordning 1287/2006 om gjennomføringen av MiFID (Gjennomføringsforordningen).
- Q&A: Your questions on MiFID
http://ec.europa.eu/internal_market/securities/isd/questions/index_en.htm
- Recommendations: Inducement under MiFID
http://www.cesr.eu/index.php?page=document_details&from_title=Documents&id=4608

6.4 Litteratur

6.4.1 Bøker

- *Verdipapirhandelloven. Kommentarutgave.* Tor Bechmann ... [et al.]. 1. utgave. Oslo, 2002.
- Eckhoff, Torstein. *Rettskildelære.* 5. utg. ved Jan E. Helgesen. Oslo, 2001.
- Erling Eide og Endre Stavang. *Rettsøkonomi I.* Oslo, 2005.
- Copeland/Weston. *Financial Theory and Corporate Policy.* Los Angeles, 1992.

6.4.2 Artikler

- Agnes Bergo. *Investeringsrådgivning.* Praktisk økonomi og finans, 2007, nr. 4.
- Steen Koekebakker & Valeri Zakamouline. *Forventet avkastning på aksjeindeksobligasjoner.* Praktisk økonomi og finans, 2006, nr. 4.
- Thore Johnsen. *Forventet avkastning på DnB Global 2000/2006 og DnB Sektor 2000/2006.*
http://www.raeder.no/index.php/no/gruppesoeksmaal_banker/generelt_om_gruppesoeksmaal/thore_johnsens_rapport
- To artikler om Fornebu Boligspare AS.
<http://www.aftenposten.no/forbruker/bolig/article204393.ece> og
<http://e24.no/boers-og-finans/article2624129.ece>

6.4.3 Brev

- Brev fra FNN til Kredittilsynet, av 8. mai 2002.
<http://www.fnn.no/FullStory.aspx?m=556&amid=3137>

6.5 Forvaltningspraksis

6.5.1 Kredittilsynet

- Brev til Glitnir Privatøkonomi AS. 10. april 2008.
<http://www.kredittilsynet.no/wbch3.exe?ce=20213>

- Brev til Caveo ASA. 24. juni 2008.
<http://www.kredittilsynet.no/wbch3.exe?ce=20425>
- Brev til Totalvekst ASA. 24.juni 2008.
<http://www.kredittilsynet.no/wbch3.exe?ce=20424>
- Brev om sammensatte produkter. 25. september 2006.
<http://www.kredittilsynet.no/wbch3.exe?d=5535>
- Presentasjon av Eirik Bunæs på BIs høstkonferanse, 23. oktober 2008.
<http://www.kredittilsynet.no/wbch3.exe?ce=20854>.

6.5.2 Bankklagenemnda

- 2007-050 – Lånefinansiert aksjeindeksobligasjon – forventet negativ avkastning?

6.6 Andre kilder

- Membership at Oslo Børs – conditions and procedures.
<http://www.oslobors.no/ob/medlemskap>

6.7 Prospekter

- DnB NOR Warrant Kraft 2008/2011.
<https://www.dnbnor.no/markets/warrants/prospekt/2008.html>
- DnB AIO Sektor 2000/2006.
https://www.dnbnor.no/markets/indeksobligasjoner_bma/prospekter/dnbm.html
- Global Eiendom Utbetaling 2008 AS.
<http://www.acta.no/category403.html?expand=1>